

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

La devise vaut-elle l'or comme couverture des billets de banque ?

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le mercredi 21 novembre 1928, à 2 heures

PAR

Louis BOURSIGOT

Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques

Président : M. LESCURE, professeur.

*Suffragants : { MM. TRUCHY, professeur.
ALLIX, professeur.*

PARIS

JOUVE & C^{ie}, ÉDITEURS

45, RUE RACINE. 45

1928

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT



Digitized by the Internet Archive
in 2026

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

La devise vaut-elle l'or comme couverture des billets de banque ?

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le mercredi 21 novembre 1928, à 2 heures

PAR

Louis BOURSIGOT

Diplômé de l'Ecole des Sciences Politiques

Président : M. LESCURE, professeur.

*Suffragants : { MM. TRUCHY, professeur.
ALLIX, professeur.*

PARIS

JOUVE & C^{ie}, ÉDITEURS

45, RUE RACINE, 45

1928

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

INTRODUCTION

Le problème du retour à l'étalon-or, un des plus complexes de ceux qui préoccupent aujourd'hui les économistes, a été, depuis plusieurs années, le sujet d'un grand nombre d'ouvrages et d'études parmi lesquels on compte de remarquables travaux techniques.

Aussi l'objet de cette étude n'est pas de reprendre dans son ensemble une question déjà souvent exposée, mais seulement de souligner certaines particularités de ce retour à l'or, en en dégageant les aspects internationaux.

La stabilisation légale, en France, a fait rebondir avec une force accrue la controverse des économistes au sujet du rôle de l'or dans la circulation monétaire.

L'origine de cette controverse date des premières années de la guerre : les Empires centraux furent surpris de pouvoir continuer les hostilités sans recourir à des crédits à l'étranger et sans soutenir leur change par les moyens

classiques. Leurs économistes construisirent alors de toutes pièces une théorie nouvelle dans laquelle l'or était « détrôné ». Celui-ci ne devait jouer qu'un rôle secondaire dans la circulation fiduciaire d'après-guerre et l'économiste anglais Keynes le traita même de « relique barbare ».

Mais la prodigieuse inflation allemande, en amenant les multiples maux qu'apportent toujours les émissions massives et prolongées d'instruments de paiement fiduciaires, démontra, d'une façon suffisamment éclatante, les avantages de l'étalon-or pour que cette doctrine n'eût pas le temps de trouver beaucoup de disciples.

L'introduction du Rentenmark en 1924 lui donna un regain de vie car, en admettant comme gage de la monnaie, non seulement l'or mais les devises, la Reichsbank obtint sur le moment un excellent résultat.

D'autres pays suivirent alors l'exemple de l'Allemagne et, approuvé par la Conférence de Gênes, le système du gold exchange standard tendit à se généraliser au point de laisser croire que, sauf pour les règlements internationaux, on pourrait se passer de l'or.

Cependant, les inconvénients de ce système ne tardèrent pas à être reconnus à la longue et la récente réforme monétaire française, en revenant

franchement à l'étalon-or, a fait faire un pas décisif au retour à la saine doctrine.

L'or, un instant « détrôné », est à nouveau réhabilité.

C'est ce dénouement que nous voudrions expliquer.

Nous exposerons tout d'abord les raisons que les partisans du système de devises mettent en avant pour expliquer leur théorie, puis, à la lumière des événements économiques dans les différents pays, nous montrerons le retour à la vraie tradition de l'étalon-or, peut-être tempéré par quelques récentes restrictions.

La devise vaut-elle l'or comme couverture des billets de banque ?

CHAPITRE PREMIER

LA DOCTRINE DES DEVISES

Malgré la récente réforme monétaire française qui est un retour au libre jeu de l'étalon-or, la doctrine des devises n'a pas été abandonnée par tous ses partisans qui voient encore la doctrine de l'avenir dans le système du Gold Exchange Standard préconisé par la Conférence de Gênes en 1922.

§ 1. — Définition.

Ce système est caractérisé par la convertibilité des billets en devises-or ou en avoirs sur des places étrangères payant en or.

La stabilisation de la monnaie du pays pratiquant le Gold Exchange Standard se fait par achat et vente des devises étrangères offertes sur le marché.

C'est ce que l'économiste anglais Lindsay a

appelé « a gold standard without a gold currency ».

Rappelons que l'on appelle devise : tout crédit ouvert dans une banque étrangère jouissant d'une monnaie exceptionnellement forte, dont on peut disposer à vue par des tirages de chèques pour rétablir l'équilibre entre la demande et l'offre du change et rétablir ainsi la stabilité des cours. Notons également que les billets de banque, les traites sont aussi considérées comme des devises.

Avant la guerre, la convertibilité immédiate de la circulation fiduciaire en or et la liberté absolue d'exportation et d'importation du métal précieux garantissaient aux pays qui étaient à l'étalon-or des changes très stables dont les variations étaient inclus entre les gold points.

Seuls quelques pays européens en 1914 faisaient exception et avaient une monnaie qui n'était pas en totalité convertible en or.

Cependant le montant de leur réserve-devises était strictement limitée à un certain pourcentage du total de la circulation.

Ces pays étaient l'Autriche-Hongrie, l'Italie, la Russie, la Grèce, la Norvège, le Danemark, la Finlande et le Portugal.

§ 2. — Evolution de la politique des devises.

Après 1914, l'inconvertibilité de la monnaie en or et l'interdiction de l'exportation du métal précieux permirent la concentration de l'or dans les banques centrales et une politique des devises fut créée temporairement pour la défense des changes qui n'étant plus contenus dans la limite des golds points étaient soumis à des facteurs divers de caractère spéculatif. Ces devises : titres étrangers et crédits interalliés stabilisèrent si bien les changes que leur suppression en 1919 amena l'écroulement du système et le commencement de la plus prodigieuse des inflations, celle de l'Allemagne.

Puis la Conférence de Gênes dans sa résolution 6 proposa officiellement la nécessité du retour à l'or et proposa des solutions pratiques :

Les pays, après arrêt de l'inflation, équilibre du budget et balance des comptes favorable, devaient réaliser le retour à l'or, soit par le retour au pair, soit par une dévaluation partielle, soit même par une faillite totale. Ils devaient ensuite rendre à leurs instituts d'émission l'indépendance qui leur manquait pour regagner la complète maîtrise du marché monétaire et des changes.

Ces instituts d'émission devaient de leur côté proportionner la masse totale de la circulation aux besoins de l'industrie et du commerce et donner à cette circulation une assise solide en l'accrochant de nouveau à l'or, qui est l'instrument d'échange international par excellence.

Mais les États européens, ayant procédé dans la mesure de leurs moyens à la stabilisation légale de leur monnaie ne purent à ce moment retrouver à leur disposition les quantités d'or nécessaire pour pouvoir défendre leur change.

La plupart des réserves d'or des grands pays avaient pris, pendant la guerre, le chemin des Etats-Unis, en paiement partiel des fournitures. Les Instituts d'émission ont donc dû, pour s'assurer une masse de manœuvre assez grande pour pouvoir défendre leurs changes, adopter une politique de devises provenant d'avoirs étrangers qui cherchaient en Europe de longs placements. Ainsi la Hongrie, l'Autriche, l'Allemagne, la Belgique, la Finlande, la Pologne, la Tchécoslovaquie, la France même de décembre 1916 à juin 1928 adoptèrent le Gold Exchange Standard et se constituèrent des réserves considérables (jusqu'à 40 % de la couverture de la circulation fiduciaire) en devises dont le rôle dans la régularisation de leurs changes correspondait à celui de l'or.

Ainsi cette politique des devises naquit sous la pression des circonstances, pendant la guerre sous forme de crédits entre alliés et après la guerre sous forme des masses de manœuvres constituées par les crédits étrangers de spéculation.

Il semble que pour de telles situations monétaires, la politique des devises fut la mieux adaptée et peut-être même la seule possible.

Seulement il nous est permis de ne pas suivre les partisans de cette doctrine lorsqu'ils déclarent que ce système peut sans inconvénient être durable et que comme l'a déclaré M Nogaro, il existe une identité fondamentale entre les réserves-or et les réserves-devises.

Dans quel sens les partisans de cette doctrine envisagent-ils son avenir?

C'est ce que nous allons montrer avant de le critiquer.

§ 3. — L'avenir de la politique des devises d'après ses partisans.

Le Gold Exchange Standard aurait, en effet, une action salubre à la fois sur les prix et sur le change.

Pour les prix, la modification de la composition des encaisses européennes, permettra pour

un stock d'or donné et pour une ratio (c'est-à-dire le rapport entre l'encaisse et les billets en circulation) donnée des Banques centrales, d'étendre en toute sécurité la masse du pouvoir d'achat international.

L'encaisse ne formant jamais que le gage fractionné de la circulation fiduciaire nationale quand elle est composée, avec le Gold Exchange Standard, de balance en dollars dans les banques américaines, l'encaisse peut à son tour ne reposer en définitive que sur une base d'or initiale plus étroite.

Qui s'inquiéterait à exiger le remboursement en or toujours encombrant alors que le chèque dollar est accepté partout comme l'équivalent du poids d'or fin contenu dans un dollar-or ?

Au sujet des changes, ces Etats peuvent les stabiliser sans plus attendre et se contenter de leur encaisse actuelle du moment qu'elle doit demeurer centralisée tout entière à l'Institut d'émission.

Dans le cas d'insuffisance des réserves d'or nationales, on pourrait les compléter aisément au moyen de crédits extérieurs sans avoir besoin de s'attarder à de nouveaux achats d'or. Une encaisse de devises peut être constituée plus rapidement qu'une encaisse d'or et avec moins de frais, si elle

résulte d'une simple ouverture de crédits et les crédits sont généralement gratuits quand ils ne sont pas utilisés ; un stock d'or est au contraire un capital mort non productif de revenu.

D'ailleurs, sauf aux Etats-Unis, la plupart des pays refuserait de se dépouiller de leur or, fondement de leur édifice de crédit, alors qu'ils consentent plus volontiers à accorder des crédits extérieurs en tant que derniers échelons de superstructure.

A ce sujet, les réserves-or sont supplantées par des réserves en devises étrangères, dans quelques Etats comme l'Autriche qui en tiennent compte dans le calcul de la couverture légale.

Ainsi, au sein du Gold Exchange Standard, il existe toute une gamme d'échelons dont on devrait user pour donner au stock d'or international sa pleine élasticité, en lui permettant de couvrir dans un rapport variable la quantité d'instruments de paiement exigée par les transactions mondiales, sans pour cela nuire à la stabilité de la *ratio* proprement dite que les diverses banques centrales entendent fixer entre leur émission et leur encaisse.

De cette manière, on restreindrait la capacité de couverture de l'or avec l'étalon or primitif en cas de surabondance, ou au contraire on prolonge-

gerait son efficacité en cas de rareté avec la suppression de la circulation interne de l'or ou même avec l'adjonction de l'encaisse des devises.

De cette manière s'établirait un plan permanent tendant à corriger les mouvements séculaires des prix par la manipulation des modalités de l'étalon-or.

Les influences divergentes des fonctions variées qui déterminent la valeur de l'or, comme sa production et sa consommation industrielles, le volume des transactions commerciales, le nombre des Etats à étalon or, etc..., ne se compensant pas mutuellement pour assurer la stabilité providentielle des prix-or, il faut bien s'efforcer de redresser un de ces facteurs, la forme de l'étalon-or, le seul qui n'échappe pas à l'emprise des hommes.

Cette forme de l'étalon-or pourrait être soumise à un contrôle international, organisme central de coordination émanant de la Société des Nations ou d'un syndicat d'instituts d'émission.

Il aurait pour mission de recommander aux divers Etats l'adoption du Gold Standard dans le cas de surabondance de l'or et celle de Gold Exchange Standard dans le cas de la rareté.

Ces recommandations, naturellement dépourvues de force exécutoire seraient néanmoins suivies par les peuples comprenant que leur intérêt

propre et l'intérêt général sont solidaires lorsqu'il s'agit d'atténuer les oscillations extrêmes des prix-or.

Et si quelque Etat refusait de se conformer à ces avis, le danger serait moindre que si, en l'absence de tout plan, chaque banque centrale choisissait arbitrairement la forme de son système monétaire sans avoir été avertie au préalable des répercussions de son choix sur la valeur des prix-or.

Ainsi actuellement se recommande de lui-même le Gold Exchange Standard le plus économique (encaisse-devises) pour atténuer la baisse générale des prix-or.

Le choix de ce type monétaire pourra éviter tout retard dans le retour à l'or, et par ailleurs, toute réduction de la masse du pouvoir d'achat mondial, en dégageant du stock d'or actuel toute son énergie potentielle permettra à la monnaie de remplir enfin la plénitude de ses fonctions, en jouant à côté de ses anciens rôles d'instrument légal des paiements et de mesure immédiate de la valeur, celui, plus difficile, de réservoir de cette même valeur.

CHAPITRE II

CRITIQUES ET REMÈDES A LA POLITIQUE DES DEVICES

§ 1. — Dangers de la politique des devises,

Si l'on peut encore ajouter que la productivité des devises, leur encombrement nul, leur manie-
ment facile sont autant de raisons qui militent
en faveur d'un grand stock de devises, cependant
le régime monétaire basé sur les libres mouve-
ments de l'or, lui est de beaucoup supérieur, en
ce sens que s'il n'est pas absolument parfait il ne
prête pas aux critiques que l'on peut faire au
précédent système.

L'expérience a, en effet, démontré que le Gold
Exchange Standard ne confère pas aux États qui
l'ont adopté la pleine indépendance monétaire.

D'une part la défense de la stabilisation de la
monnaie de ces pays repose sur la situation moné-
taire de pays étrangers. D'autre part, le régime
du Gold Exchange Standard peut aboutir à une
véritable inflation de crédit.

Une même quantité d'or déposée dans les caves des Banques de Reserve Fédérale des Etats-Unis ou de la Banque d'Angleterre garantit une masse de rentenmarks allemands, de francs belges, de zlotys polonnais, de shillings autrichiens, de pengoë hongrois, de couronnes tchécoslovaques, de marks finlandais, de leva bulgares ; c'est un échafaudage de crédits dont la construction est singulièrement fragile.

Si l'on veut [revenir à l'ordre sur les grands marchés internationaux, il faut liquider cette fiction qui consiste à gager une circulation fiduciaire sur des devises-or qui ne sont pas de l'or : sur trois livres sterling en circulation, par exemple, deux ne seraient pas convertibles en or puisque la réserve d'or effective de la Banque d'Angleterre est seulement de l'ordre de 35 %. On ne peut donc pas se flatter d'avoir une monnaie-or lorsqu'on a seulement une monnaie gagée sur des livres ou sur des dollars.

D'autre part cette politique des devises est la cause d'une spéculation et d'une inflation de crédit.

En effet, l'Institut d'émission d'un pays pratiquant un tel système achète des devises étrangères sur le marché. Virées sur leur place d'origine pour rapporter un intérêt, ces devises main-

tiennent intactes les possibilités de crédit de leurs marchés (New-York ou Londres) où elles sont prêtées à de nouveaux prêteurs, lesquels les échangent de nouveau contre de la monnaie du pays pratiquant le système des devises : c'est la chaîne sans fin des devises entre les places étrangères et cet Institut d'émission.

De plus, les billets émis en contre partie de ces achats ne reviennent pas tous à l'Institut d'émission par le canal des banques où les prêteurs étrangers les ont déposées. Il existe de cette façon une double inflation de crédit et, la circulation financière sans cesse accrue n'ayant plus pour support que des devises, son gonflement artificiel provoque la hausse des prix.

Par conséquent, la fragilité d'une couverture devises est déjà suffisamment démontrée par le fait que l'or qu'elle est censée représenter étage plusieurs pyramides de crédits et par le fait qu'une telle couverture est en elle-même un élément d'inflation internationale.

Mais prises isolément, les devises sont également d'une grande fragilité.

Toutes, en effet, ne proviennent pas d'un surplus de marchandises exportées ou d'un échange de créances entre deux pays, mais elles peuvent également provenir des crédits que l'étranger

garde dans les banques du pays au fin de spéculation.

Cette dernière masse de devises pouvant être soumise à un retrait immédiat constitue, par conséquent, une garantie extrêmement fragile ; et cette situation présente des désavantages même pour le pays d'origine des devises qui peut voir sa situation monétaire soudainement ébranlée par le retrait d'une grande quantité d'or, en échange des crédits qu'ils avaient dans les pays pratiquant le système des devises.

La valeur des devises dépendant donc de la politique monétaire du pays auquel les crédits ont été consentis, une réserve-devises rend le système monétaire dépendant de la politique de l'étranger, la réserve métallique l'émancipe au contraire de son influence. De plus il faut encore distinguer parmi les devises, outre les devises à vue, les devises à terme. Si les devises à vue peuvent être considérées, à cause de leur disponibilité immédiate, comme représentant de l'or susceptible d'être retiré au gré de la Banque d'émission détentrice de ces devises, et nous parlerons plus loin de la difficulté de ses retraits d'or, il ne saurait en être de même pour les devises à terme qui, à échéance plus ou moins lointaine, ne peuvent faire partie des réserves d'une banque

d'émission et ne peuvent trouver place que dans le portefeuille de cette banque, portefeuille qui joue d'ailleurs un rôle important comme régulateur du cours des changes.

La politique des devises est une politique artificielle et génératrice d'erreurs, au contraire la politique de l'étalon-or a par elle-même une action naturelle et spontanée.

§ 2. — La doctrine de Lansbourg

Cependant nous n'adhérerons pas non plus sans réserve à la politique de l'étalon-or poussé jusqu'à ses dernières limites et dont s'est fait le tenant l'économiste allemand Lansbourg.

D'après celui-ci, seul le métal jaune peut constituer une base et la base unique de toute circulation monétaire, seule la monnaie garantit intégralement par l'or est de la monnaie vraie.

Et voilà comment Lansbourg raisonne pour aboutir à ces principes :

Dans le monde économique, ce qu'il y a de réel, de positivement constatable, ce sont les échanges de marchandises et de services, c'est-à-dire le troc des prestations réciproques.

A un certain moment, une des parties renonce à exiger la contre prestation immédiate qu'elle

avait effectuée pour sa part et se contente du droit à une prestation future.

Ce droit devient monnaie sitôt qu'il s'objective de façon à être transmissible d'un membre à l'autre de la communauté économique et si ce signe se matérialise il prend la forme d'un signe monétaire : c'est ainsi que naît la monnaie.

Elle s'éteint par l'opération inverse.

Quand on crée de la monnaie nouvelle, il faut donc que le renoncement porte sur la contre-prestation correspondante à la prestation d'une marchandise qui a été choisie comme l'étalon des valeurs ; et il faut encore que cette marchandise, or ou argent, soit cédée à l'Institut d'émission, investi de la faculté d'émettre ces signes monétaires, qui attestera la naissance d'un nouveau pouvoir d'achat, et qu'elle y reste jusqu'à ce qu'un nouveau porteur éventuel, voulant retrouver la prestation finale et éteindre les droits, se présente à cet Institut et exige le remboursement.

Au moment où tous les besoins naturels de l'économie seront satisfaits, l'équilibre des prix sera rétabli et il n'y aura plus aucune utilité à créer de monnaie nouvelle et l'augmentation de la circulation prendra fin par lui-même.

D'autre part Lansbourgh indique ensuite les inconvénients, que pourrait présenter une cou-

verture en devises et il prend pour exemple un cas concret : supposons, dit-il, que la Reichsbank, pour enrayer la hausse des changes étrangers, soit obligée de céder un paquet de 10 millions de traites en livres et en dollars. L'afflux de cette masse d'effets-devises sur le marché de Londres et sur celui de New-York provoquera une tension de taux de l'intérêt qui déclanchera une recrudescence des demandes de crédit auprès de la Banque d'Angleterre et des Banques de Reserve Federale.

La défense de la Reichsbank déterminera ainsi un trouble sur les marchés monétaires de Londres et de New-York et contribuera à affaiblir la position des banques d'émissions intéressées. Si au lieu de devises, la Reichsbank avait envoyé de l'or, les répercussions n'auraient pas été les mêmes. Les arrivages de métal jaune en Angleterre et aux Etats-Unis auraient accru le stock monétaire national, c'est-à-dire renforcé la situation des établissements centraux. En outre, elles n'auraient pas engendré une tension de taux de l'intérêt, mais, au contraire, une détente du loyer de l'argent, car l'augmentation des réserves métalliques aurait permis une extension de crédit. La cause de cette différence dans les répercussions provient du fait, que, lorsqu'une banque d'émissions utilise l'or, elle recourt à ses propres

ressources, tandis que, lorsqu'elle emploie ses avoirs en livres et en dollars, elle adresse des ordres de paiement à l'Angleterre et aux Etats-Unis. En d'autres termes, les réserves d'une banque qui pratique une politique de devises ne résidant pas dans le pays mais à l'étranger ; toute utilisation de ces réserves trouble la politique monétaire des pays dans lesquels les devises sont rapatriées.

Aussi M. Lansburgh estime que la généralisation de la couverture de la circulation à l'aide de devises étrangères aboutit à créer un antagonisme entre les instituts d'émission. « Toute devise placée entre les mains d'une banque d'émission est une arme tournée contre les autres banques d'émission » (A. Lansburgh, *Revue die Bank*, sept. 1927).

La politique des devises, écrit-il, modifie d'ailleurs le fonctionnement du mécanisme de l'étalon-or. Avant la guerre, le déficit de la balance des comptes d'un pays entraînait aussitôt des sorties de métal jaune. L'exportation d'or déterminait, chez le débiteur, un resserrement monétaire, c'est-à-dire une baisse des prix et une hausse du taux de l'intérêt. Par contre, l'importation d'or chez le créancier engendrait une élévation des prix et une détente du loyer de l'argent.

Les mouvements inverses des prix et du taux de l'intérêt avaient pour résultat de rétablir l'équilibre des balances des comptes, soit en contribuant au développement ou au ralentissement des importations, soit en changeant les courants internationaux des capitaux.

Avec l'emploi des devises, le correctif des prix et du taux de l'intérêt n'agit pas avec la même célérité, ni avec la même efficacité. En acceptant des devises au lieu d'or le créancier ouvre un crédit à son débiteur. Il lui évite tout mouvement de métal jaune ; mais, en même temps, il empêche la contraction du volume de la circulation du pays en dette, c'est-à-dire le resserrement monétaire et la baisse des prix. Par suite l'équilibre de la balance des comptes se réalisera beaucoup moins vite ; il ne pourra se rétablir que grâce à la pression qu'exerceront les importations de marchandises étrangères sur les prix intérieurs. Mais, dans ce cas, l'effet se fera sentir beaucoup plus tardivement, de telle sorte que le pays débiteur avant que son commerce extérieur reprenne l'impulsion nécessaire au rétablissement de l'équilibre de la balance des comptes devra s'endetter beaucoup plus que dans le cas d'un exode effectif de métal précieux.

L'argumentation de Lansbourgh est logique : il

n'est pas douteux que l'étalon-devises ou gold exchange standard ne remplit pas son office avec autant de perfection que l'étalon-or intégral qui comporte la convertibilité absolue des billets en espèce. Il n'assure pas au pays la même indépendance, ni la même sécurité.

La banque d'émission, qui possède des monnaies étrangères, peut être exposée à une défaillance de son créancier et à ne pas pouvoir négocier ses devises, à moins de subir une perte sensible. C'est ainsi que les banques allemandes en août 1914 n'ont pas pu disposer des crédits qu'elles avaient acquis dans les établissements de Londres.

Malheureusement le problème ne se présente pas sous une apparence aussi simple. Et on ne peut guère concevoir la réalisation pratique d'une circulation monétaire universelle entièrement et uniquement basée sur l'or sans penser aux difficultés très graves et aux conséquences extrêmement fâcheuses qu'un pareil système entraînerait.

La restauration de l'étalon-or tel que le conçoit Lansbourgh poserait donc un problème très difficile. L'économiste allemand lui-même, revenant sur son intransigeante théorie, et bien que métalliste convaincu et adversaire résolu des systèmes

monétaires a d'ailleurs reconnu le danger qu'impliquerait un rétablissement rapide de la circulation d'or. « Si, écrit-il, les pays qui durant ces dix dernières années, ont adopté l'étalon-or sous sa forme actuelle qui est incomplète et d'un mauvais fonctionnement, adoptaient avec une extrême rapidité l'étalon-or dans son sens orthodoxe, la compression de la circulation qu'impliquerait cette mesure déclencherait un effondrement des prix et provoquerait de la sorte une crise économique dont aucun Etat ne peut assurer la responsabilité. Déjà le retour hésitant auquel l'Europe procède présentement vers une monnaie d'or plus pure, gagée par une couverture d'un pourcentage plus élevé, a entraîné un recul général des prix qui a rendu plus difficile et plus lente la guérison de l'économie mondiale affaiblie par les fièvres de la guerre et de l'inflation. »

Lansbourgh reconnaît donc que l'état de choses qui existait en 1914 ne saurait être rétabli promptement sans exercer des répercussions plus graves que les inconvénients qui peuvent résulter d'une trop grande généralisation du gold exchange standard.

§ 3. — L'étalon-or.

Entre les exagérations de la théorie de Lansburgh, prise dans son sens absolu et la politique de la monnaie dirigée des banques centrales, basée sur la prévision des besoins monétaires du pays et de la manipulation du taux de l'escompte, pour augmenter ou diminuer la circulation, il y a place pour une conception intermédiaire, qui est celle de l'or servant de base à la circulation monétaire.

Les banques centrales se proposant de veiller à la stabilité économique du pays en se donnant comme mission principale le maintien de la stabilité des changes, devront accepter cette base or pour la circulation monétaire. L'or est, en effet, le seul étalon international vraiment pratique qui puisse assurer par ses qualités exceptionnelles, une base solide et particulièrement stable aux règlements internationaux. Ce n'est pas simplement un expédient pour rétablir momentanément l'équilibre de la balance des comptes, il peut servir à des transferts durables pour redresser d'une façon définitive une balance des comptes défavorable, ou bien pour les pays riches, il sera encore un moyen de placement à long terme dans

les contrées ayant de vastes possibilités d'expansion économique, mais pauvres en capitaux.

En même temps les changements dans la masse d'or, possédée par chaque pays, fourniront une indication précieuse aux instituts d'émission quant aux variations du volume total de la circulation et du crédit qui devront suivre la contraction et l'expansion de la réserve métallique pour faciliter à l'organisme économique un développement harmonieux et sans trouble.

Enfin, dans une forte encaisse-or, on trouve un trésor de guerre, dont l'utilité est incontestable et rend de grands services en ce qui concerne les règlements extérieurs.

Ainsi les pays de l'Europe centrale ont mis en gage une partie de leur réserve-or, pour obtenir des crédits à l'étranger.

Ainsi le métal jaune, au lieu de sortir affaibli de tant d'expériences monétaires, en est sorti raffermi et aux yeux du public a la valeur d'une monnaie saine. Un véritable engouement a même constitué une base des plus solides au retour à l'or en Europe.

C'est donc en or que les billets des instituts d'émission devront être convertibles sur demande à vue et au porteur. Le compte courant en banque devra être couvert par le remboursement des billets et la convertibilité de ces derniers.

L'or devra jouir d'une liberté complète d'exportation et d'importation et devra être réuni dans une banque centrale de réserve, qui sera en même temps la banque nationale d'émission, mais il ne faudra pas assigner à celle-ci une couverture légale minima pour les billets mis en circulation, cette règle, illogique et illusoire, ne fournissant dans la pratique aucune garantie sérieuse.

De plus l'encaisse, comme volant régulateur, nécessaire à la stabilité des changes devra être telle qu'elle puisse couvrir en tout état de cause le solde éventuel des règlements à effectuer à l'extérieur. Ce n'est pas le rapport entre la réserve-or et la circulation fiduciaire qu'il faut surtout envisager, c'est le rapport entre cette réserve et le montant probable du déficit maximum de la balance habituelle des comptes qui doit être déterminant pour la politique de l'encaisse.

Subsidiairement, la banque centrale devra avoir en vue, dans l'hypothèse d'une convertibilité complète, intérieure et extérieure, un système de paiements bien adapté à chaque pays.

Généralement la règle d'une couverture pour le tiers de la circulation est la mieux adoptée, mais dans un pays où les paiements sont effectués

presque exclusivement à l'aide de billets, les réserves-or peuvent être trop grandes, tandis que dans un autre qui possède un système très étendu de paiements sans argent comptant, la couverture du tiers pour les billets, peut ne pas être suffisant, pour assurer à tout moment la convertibilité en or.

Il existe toujours, en effet, un besoin incompressible de billets de banque pour la circulation, tandis que la moindre crise peut ébranler la confiance des titulaires d'un compte-courant créditeur et les amener à demander aux banques la transformation de leurs dépôts en monnaie légale et éventuellement en monnaie internationale.

Dans ce cadre d'un système monétaire basé sur l'étalon-or, les banques centrales devront jouir d'une assez grande indépendance de mouvement ; elles seront détachées de toute influence directe ou indirecte de l'Etat et de sa politique et elles s'efforceront, au contraire, d'avoir la haute main sur la politique de crédit des grandes banques privées.

Elles pourront également protéger plus efficacement leur réserve métallique par une intervention vigilante sur le marché des capitaux circulants.

Cette action directe aura pour effet de juguler

la spéculation, de favoriser l'essor des industries, d'amener dans une certaine mesure le bon marché, résultat d'une prospérité croissante, enfin d'aider à une politique de balance active des comptes.

Elles ne pourront sans doute pas prévenir les crises mais cette politique en atténuera l'intensité et en diminuera les méfaits.

L'étalon-or joue donc bien dans l'économie nationale et internationale un rôle régulateur, que l'on peut résumer dans le tableau suivant.

§ 4. — Rôle régulateur de l'or dans l'économie nationale et internationale.

Mouvements de l'or	BALANCE DES COMPTES DES PAYS		Stock d'or	Circulation fiduciaire et crédit	Prix	Résultats constatés automatiquement
	Créditrice	Débitrice				
Entrées →	Entrées d'or		Augmentation	Possibilité de d'émission de billets. Augmen- ta- tion du crédit.	Exagération des crédits pro- voque la hausse des prix.	Sens de la ba- lance des comp- tes. Volume des crédits. Mouvements des prix.
Sorties ←		Sorties d'or	Diminution	Contraction monétaire. Diminution du crédit.	Baisse des prix.	

CHAPITRE III

LE RÉGIME MONÉTAIRE DES DIFFÉRENTS PAYS

§ 1. — Introduction

Si nous envisageons maintenant la querelle des économistes autour du rôle des devises et de l'or, dans la pratique monétaire, nous allons voir que c'est le retour à l'or qui a triomphé dans les principaux pays, qui, après avoir, sous la pression des circonstances, adopté la politique des devises sont revenus à une plus juste compréhension de leur santé monétaire.

Nous passerons en revue le régime monétaire des principaux d'Europe mais auparavant nous examinerons les caractéristiques du régime monétaire des Etats-Unis.

Pour fixer les idées nous allons résumer en quelques tableaux les caractéristiques des principaux étalons monétaires adoptés par la plupart des pays : gold exchange standard, gold bullion standard, et gold standard.

§ 2. — Gold Exchange Standard.

Système	Caractéristiques	Prix et changes Stabilisation	Adoption par les Etats
Etalon or de change	Convertibilité des bil- lets en devise or ou en avoirs sur des places étrangères payant en or. Inflation de crédit par superposition.	Montée des prix. Stabilisation par achat et ventes des devises étrangères offertes sur le marché.	Allemagne, Autriche, Finlande, Tchécoslova- quie, etc. France, de décembre 1926 à juin 1928.

§ 3. — Gold Bullion Standard.

Système	Caractéristiques	Prix et changes Stabilisation	Adoption par les Etats
Etalon or. Lingot.	Convertibilité des billets en lingots d'or, limitée aux échanges extérieurs. Suppression de l'inflation de crédits. Etape vers le gold standard.	Baisse des prix. Cessation d'achat de devises par la Banque d'émission. Variation du change dans les limites des gold point d'entrée et de sortie.	Angleterre depuis avril 1925. France depuis juin 1928.

§ 4. — Gold Standard.

Système	Caractéristiques	Prix et changes Stabilisation	Adoption par les Etats
Etalon or. Intégral.	Convertibilité des billets en pièces de monnaies d'or, à l'extérieur et à l'intérieur.	Rôle régulateur de l'or. (Voir tableau antérieur).	Système rarement appliqué actuellement. Système légal aux Etats-Unis, non appliqué pratiquement.

§ 2. — Les Etats-Unis.

En 1914, le système monétaire des Etats-Unis venait d'être complètement remanié.

On divisa tout le territoire des Etats-Unis en douze districts économiques, dirigé chacun au point de vue bancaire, par une banque de réserve fédérale, seule investie du droit d'émission ; on créa un organisme central, le Federal Reserve Board, avec la mission de surveiller et de diriger d'une façon uniforme la circulation et le crédit.

Ainsi étaient appliqués les principes d'élasticité et de réescompte aux banques faisant partie du système, de même la concentration des réserves dans quelques centres principaux était d'une meilleure utilisation et d'une plus grande efficacité.

Les billets furent primitivement gagés sur un dépôt de 40 % or et 100 % de papier de commerce éligible, mais depuis 1917 la garantie de 100 % d'or marque le commencement de la formidable concentration du stock d'or provenant des paiements des Etats européens.

Puis les gold certificates ou certificats d'or qui sont de véritables attestations de métal jaune circulant librement dans le public furent retirés de

la circulation par les Banques et remplacés par des billets ; ils allaient grossir les réserves des banques fédérales. Mais dès 1920, elles remirent en circulation ces certificats à chaque demande de billets par le public, car, devenues dépositaires des $\frac{3}{4}$ de la réserve mondiale du métal jaune, elles devaient tôt ou tard le redistribuer dans les pays européens à la suite de la restauration internationale de l'étalon-or.

A partir de 1927, les exportations d'or furent plus grandes que les importations, bien que beaucoup de banques étrangères laissassent en dépôt aux Etats-Unis l'or qu'elles avaient acquis et que « earmarked » ne comptait plus dans les réserves.

D'ailleurs, malgré la diminution de leur réserve-or, les banques fédérales sont loin d'avoir abaissé leur ratio jusqu'au minimum légal qui est de 40 % et leurs réserves-or dépassent encore 70 % du total des engagements à vue : billets et dépôts des banques affiliées.

L'accumulation de l'or aux Etats-Unis n'a donc pas donné lieu à une inflation de signes monétaires proportionnelle à l'énorme quantité de métal jaune détenue dans les réserves des banques fédérales et ce sont les procédés appliqués par le Federal Reserve Board sous la pres-

sion des circonstances qui ont empêché cette inflation.

En effet, bien que depuis 1921, le mouvement des affaires eût créé aux Etats-Unis un développement des moyens de crédit et que le stock d'or n'ait cessé de croître, le niveau des prix et par suite le dollar et l'or, sont restés très stables grâce à la politique imposée par le Federal Reserve Board aux douze Federal Reserve Bank du territoire. Celles-ci ont stérilisé une partie de leur encaisse métallique dont la proportion au total de leurs engagements est passée du chiffre légal de 40 % à 100 % puis est revenu aux alentours de 75 %. Cette politique qui se poursuit depuis 7 ans a donné d'intéressants résultats en ce sens qu'elle a empêché la hausse des prix aux Etats-Unis, ce qui aurait déterminé la baisse du dollar et par conséquent de l'or ; elle montre de plus que l'action des banques centrales peut neutraliser les facteurs économiques ou financiers susceptibles de créer des oscillations dans le niveau des prix.

Cependant à mesure qu'un grand nombre de pays reviennent à l'étalon-or, les Etats-Unis, malgré l'influence dominante qu'ils conservent sur l'évolution des prix, ne peuvent maintenir la stabilité d'une manière durable que si les autres

grands centres mondiaux adoptent une attitude semblable dans le règlement de leur volume monétaire et de leur politique d'escompte.

C'est ce fait, qui, lié à celui des mouvements internationaux de l'or dont l'évolution influence la valeur des monnaies sur le marché des changes, amène au premier plan le principe de coopération internationale des banques centrales, tel qu'il résulte des résolutions de la conférence de Gênes en 1922.

Mais pour que cette coopération puisse se réaliser, il est nécessaire que les dirigeants financiers des principaux pays établissent entre eux une communauté de vue assez étroite.

Ainsi en juin 1927 une conférence réunit à New-York les représentants de la Reichsbank, de la banque d'Angleterre, de la Banque de France, et du Federal Reserve Board. Il y fut question du taux d'escompte des banques centrales et, en raison de l'influence réciproque des marchés anglais et américains, le loyer de l'argent aux Etats-Unis fut abaissé de 4 % à 3 1/2 % à la demande de la Banque d'Angleterre.

Cette mesure fut appliquée dans les douze Federal Reserve Bank, mais l'une d'elles, celle de Chicago, protesta violemment, en septembre 1927, contre cette mesure qu'elle déclarait con-

traire à ses intérêts propres et destinée uniquement à satisfaire les intérêts de la Banque d'Angleterre. Après une controverse très vive la Banque de Chicago, capitula mais le litige ne fut pas résolu car il mettait aux prises des conceptions différentes de politique financière générale.

Cependant, si l'on veut donner à l'or un pouvoir d'achat aussi constant que possible, ce but ne peut être atteint que par une entente avec tous les pays pratiquant l'étalon-or pour aménager dans la mesure du possible la répartition du métal précieux et assurer une politique bancaire conforme à la fois aux intérêts intérieurs et aux nécessités mondiales.

§ 3. — Angleterre.

L'Angleterre a été un des premiers pays européens à arrêter la dépréciation de sa monnaie et même à la faire complètement disparaître par un magnifique retour au pair.

C'est que le retour à l'étalon-or était pour ce pays une nécessité vitale s'il voulait conserver au marché de Londres son rôle de Chambre de compensation internationale.

Le cours forcé fut établi en août 1914, des billets d'Etat ou currency notes furent émis, et l'or

concentré à la Banque d'Angleterre après que le gouvernement eut également réquisitionné les mines d'or de l'Afrique du Sud.

En 1918, on s'occupa de revenir à l'équilibre budgétaire et de diminuer la dette à court terme.

Alors apparut la nécessité d'une réserve d'or suffisamment forte pour garantir la masse des billets émis et assurer la solidité de la stabilisation. C'est pourquoi de 1918 à 1920 la Banque d'Angleterre acheta de l'or.

Le 24 avril 1925 le gold bullion standard, c'est-à-dire la convertibilité des billets en lingots d'or limitée aux échanges extérieurs fut officiellement adopté.

Dès lors les variations du change se firent dans les limites des gold points d'entrée et de sortie.

C'est ce qui se produisit pour la première fois à la fin de 1926, le dollar ayant atteint le gold point d'entrée, l'or américain fut à nouveau exporté à Londres, comme avant la guerre.

Depuis, l'étalon-or anglais s'est montré bien adapté aux mouvements commerciaux du change ; seul un incident survenu en mai 1927 a montré qu'il ne pouvait cependant pas fonctionner pour de grands déplacements à caractère non commercial. En effet, lorsque la banque de France qui avait accumulé de grandes quantités de devises-

or voulut transformer en or une partie de ses avoirs, les retraits d'or influencèrent violemment le marché anglais et nécessitèrent le relèvement du taux de l'escompte, puis les mesures nécessaires furent prises pour éviter toute perturbation mais pendant un certain temps la maîtrise de l'étalon-or dut être abandonnée.

L'augmentation des réserves or de la Banque d'Angleterre se poursuit normalement et elle est actuellement de 21,5 milliards, en augmentation de 2 milliards sur l'année 1924.

Cela démontre une fois de plus qu'en Angleterre le problème monétaire est considéré comme étant d'une importance vitale et que toutes les autres questions lui ont été subordonnées, c'est-à-dire qu'elles ont été traitées en vue d'un but bien déterminé ; le retour à la parité-or de 1914.

Les experts financiers anglais, donnant ainsi l'exemple aux peuples européens, ont considéré que quelles que fussent les difficultés à résoudre et les risques à courir, il y avait un intérêt supérieur à faire reprendre à la livre sterling son rôle de monnaie internationale et qu'il était pour cela indispensable de la ramener à la parité avec le dollar, c'est-à-dire avec l'or.

Il est indéniable que l'Angleterre a joué la difficulté et qu'il y ait un lieu assez étroit entre

le retour rapide au pair primitif et la baisse sensible des prix.

La méconnaissance du principe qui fixe le niveau d'une monnaie autant que possible en tenant compte du volume non réductible du budget n'a pas pu mettre en danger le change de ce pays pratiquant par ailleurs de bonnes méthodes financières, mais elle a entraîné des embarras économiques et budgétaires qui présentent pour l'Angleterre de sérieux inconvénients.

La Banque d'Angleterre ne s'est pas seulement caractérisée par son retour rapide à la parité-or, mais encore par son action sur le marché de l'or, pour conserver à la monnaie un niveau qui ne varie pas au delà des points d'entrée et de sortie du métal.

La banque, en effet, par sa politique de crédit, crée les signes monétaires, billets ou comptes utilisables par chèques, soit en représentation d'opérations commerciales, soit pour les besoins de l'Etat, soit même pour acheter des devises étrangères lorsqu'elle y a été autorisée ; elle augmente ainsi ou diminue le volume de la monnaie et, en outre par la fixation de son propre taux d'escompte, elle incite les détenteurs d'argent à utiliser ce qu'ils possèdent d'une manière ou d'une autre, à l'intérieur ou à l'extérieur. Il

en résulte qu'agissant sur le nombre des unités monétaires et sur leur mode d'emploi, la Banque a une influence capitale sur les oscillations du change parce que celles-ci ne sont que l'expression de ce mode d'emploi dans les transactions avec l'étranger.

Le marché monétaire de Londres est soumis à ces règles générales et les mouvements monétaires y sont très amples.

La création des livres sterling est l'œuvre de la Banque d'Angleterre, elle en émet, soit en achetant du métal contre livraison de billets, soit en acquérant un titre, une lettre de change, ou en ouvrant un crédit ; elle règle donc, en s'inspirant des circonstances et des nécessités de sa politique monétaire, l'offre de la livre sterling. La demande provient des besoins du public et des ventes d'effets de commerce et des bons du Trésor. Au moyen de son taux d'escompte et des variations qu'elle lui fait subir, la Banque a une grande influence sur les rapports, à l'intérieur du pays, de l'offre et de la demande ; et en outre elle agit de même sur les acheteurs ou vendeurs de livres des marchés extérieurs, principalement de New-York ; par conséquent, elle a une action incessante sur le change ; et en fait, depuis la guerre et plus encore depuis avril 1925, date du

retour à l'étalon-or, toute sa politique a été dominée par son rôle de gardienne de la monnaie ; c'est sans aucun doute ce qui lui a permis, notamment à travers une crise aussi violente que celle du charbon, de maintenir sans défaillance le niveau du change.

Il faut remarquer, que dans cette tâche, la Banque d'Angleterre est puissamment aidée par la Trésorerie ; en effet, les demandes en livres sont en partie constituées par les bons du Trésor à trois mois qui utilisent environ un quart des disponibilités du marché et l'évolution de leur total est réglée, semaine par semaine, par la Trésorerie ; or entre celle-ci et la Banque d'Angleterre, il y a une communauté de vues et d'action qui ne se dément jamais pour le plus grand bien de la stabilité monétaire.

On a donc pu dire, avec quelque apparence de raison, que la livre n'était que la plus libre des monnaies dirigées, tant il est visible qu'un grand marché où fonctionne l'étalon-or nécessite aujourd'hui une surveillance étroite, assurée par des techniciens avisés.

§ 4. — **Allemagne.**

C'est d'Allemagne qu'est originaire le système des devises dans les premières années de la guerre mondiale.

Les Allemands, eux-mêmes surpris de pouvoir continuer les hostilités sans recourir à des crédits à l'étranger et sans soutenir leur change par des moyens classiques ont construit alors de toutes pièces une théorie dans laquelle l'or était détrôné : Dans la circulation fiduciaire, le papier-monnaie, représente la capacité de crédit de la nation et n'a besoin de nul autre gage.

La prodigieuse inflation qui suivit les hostilités fut un cinglant démenti à cette doctrine. Le 20 novembre 1923, le dollar cota à Berlin 4.200.000.000.000 millions de mark. Le mark était réduit en poussière ainsi que le crédit de l'État.

La loi du 13 octobre 1923 dite loi des pleins pouvoirs créa alors une nouvelle monnaie le rentenmark, ayant pour gage une participation forcée de l'agriculture pour moitié, soit 1.600 millions de mark, et une créance sur le commerce, l'industrie et les banques d'une somme égale.

Non seulement ce capital n'était pas faci-

lement recouvrable, mais pendant cinq ans, la Rentenbank ne pouvait en exiger le versement et les assujettis ne pouvaient pendant ce même laps de temps se libérer par anticipation. Ils n'étaient responsables que des intérêts à 6 % échus chaque année et ces intérêts payables en rentenmarks constituaient la seule ressource de la Rentenbank et lui assuraient un revenu de 192 millions de mark-or.

Ces intérêts étaient affectés au service des lettres de rentes (Rentenbwefts), libellées en mark or, recevant un intérêt de 5 % dont le service pouvait être effectué soit en rentenmarks, soit avec l'ancienne monnaie légale le mark-papier, suivant le cours du dollar, soit le cours existant entre le mark-papier et l'or.

Aucun rapport légal n'est établi entre le rentenmark et l'ancien mark-papier ; mais le rentenmark exprime des marks or et la valeur du mark forme les $\frac{10}{42}$ de celle du dollar, soit 4,20 mark pour un dollar.

Ainsi d'une part le mark-papier à pouvoir illimité d'après son cours demeure sous le seul aspect d'un instrument de payement, d'autre part le mark-or n'existe que comme monnaie de compte.

Tout détenteur de rentenmarks, peut échanger

ses coupures de monnaie en lettres de rente libellées en mark-or.

En fait les porteurs de rentenmarks ne les ont pas convertis en lettres de rente. Elles n'ont atteint que les chiffres de 230.000 marks or pour une circulation de 3.200 millions de marks or, limite d'émission fixée par les statuts.

De là, le triomphe des partisans de la théorie de l'or détrôné.

L'économiste Von Ungern Sternberg déclara : c'est un préjugé de croire que la monnaie a besoin d'une garantie réelle et matérielle. La stabilité de la puissance d'achat du rentenmark s'explique par le fait que le rentenmark n'a été émis qu'en quantité relativement restreinte, $\frac{2}{5}$ de la circulation monétaire de l'Allemagne avant la guerre (5 milliards $\frac{1}{2}$ de marks or).

Plus tard M. Albert Kachs déclara que le rentenmark était la vraie monnaie rationnelle et que le plan Dawes avec son projet de rétablissement de l'or était venu détruire ce développement naturel. Le professeur Cassel de son côté, parlant des experts du comité Dawes a dit : ces gens de banque, à l'esprit étroit, semblent être retombés dans cette superstition orthodoxe de la nécessité d'une réserve d'or comme soutien de la circulation des billets de banque.

Cependant le rentenmark était insuffisant à deux points de vue : il ne comptait pas à l'extérieur, et à l'intérieur les 800 millions de rentenmarks avaient été vite absorbés et la Reichsbank avait dû accroître dans de notables proportions la circulation de marks papier en admettant largement à l'escompte les effets de commerce. Alors fut fondé le Golddaskontbank, la Banque d'escompte, par un consortium de banquiers allemands réalisant un apport de 5 millions de livres et par l'apport de la Reichsbank d'une somme égale qui, payée sur son encaisse métallique, lui était avancée par l'Angleterre. Elle était autorisée à émettre des billets libellés en livres pour un montant total de 5 millions.

Cette banque rendit surtout à la Reichsbank le service de restreindre ses propres crédits en marks papier ou en rentenmarks.

La loi du 30 août 1924 établit le plan d'organisation d'une nouvelle Banque d'émission prévue au rapport du comité Dawes.

La nouvelle Reichsbank, au capital de 400 millions de reichsmarks, a, pendant cinquante ans, le privilège d'émission des billets de banque ; l'encaisse, dont un quart peut être constitué par des devises, devra en couvrir 40 % de sa valeur ; le reste doit être couvert par le portefeuille com-

mercial. Toutefois la Reichsbank pourra frapper des billets en surnombre non couverts par l'encaisse ; mais ils seront frappés d'un impôt progressif, une réserve spéciale est constituée pour la couverture des dépôts, elle est constituée par des effets à trente jours au plus pour 40 % du montant des dépôts et pour 60 % du surplus par des effets à soixante ou quatre-vingt-dix jours au maximum.

Seuls les nouveaux billets de la Reichsbank et les monnaies d'or ont un pouvoir libératoire illimité.

L'emprunt international appelé Dawes, a fourni à la Reichsbank les 800 millions de rentenmarks nécessaires à son fonds de roulement.

Le retrait des billets de la Rentenbank devra être effectué dans un délai de dix années. Les rentenmarks rentrés seront détruits et remplacés par des reichsmarks unité pour unité.

Ainsi se trouve réalisé le passage de la monnaie gagée sur des biens à la nouvelle monnaie garantie par une encaisse-or. L'encaisse de la Reichsbank qui, en 1923, était tombée à 467 millions de francs-or est maintenant la troisième encaisse européenne après celle de la France et de l'Angleterre avec 1.865 millions de francs-or.

Sans doute tout le mérite de cette initiative ne lui revient pas, car le plan Dawes l'obligeait à le faire. Cependant, elle accumule les réserves-or au delà des limites imposées, convenant de son erreur initiale et préférant l'or à la fragilité des devises.

§ 5. — Belgique.

La monnaie belge a été stabilisée par le décret-loi du 25 octobre 1926. D'après les textes officiels, les dettes de l'État belge envers la banque nationale s'élevant au jour de la stabilisation à 6.705.000.000 de francs sont réduites à 2 milliards de francs maximum. L'État verse à la Banque nationale le produit intégral de l'emprunt extérieur contracté en exécution de l'arrêté du 20 octobre 1926 sur l'emprunt de stabilisation monétaire. La Banque se servira, également, des devises-or disponibles qu'elle possède pour assurer la stabilité du change. Elle utilisera dans le même but, s'il y a lieu, les crédits qu'elle a directement obtenus de banques d'émission et d'établissements de crédit à l'étranger.

La Banque est tenue de maintenir une encaisse-or et devises-or sur l'étranger égale à 40 % du montant de ses engagements à vue, dont au minimum 30 % d'or.

Le change du franc belge sur l'étranger s'établit au multiple de cinq francs. La Banque nationale adopte le même multiple comme base de ses remboursements en espèces, lesquels se feront à vue, en or, en argent, à sa valeur-or, en devises-or sur l'étranger au choix de la banque. Ce multiple est seul coté en vue du change et porte à cette fin le nom de « belga ». Sa parité avec les monnaies étrangères est établie à raison d'un poids d'or fin de 0 gr. 209.211 d'où découle une parité pour le belga (qui vaut 5 fr. belge) de 0,721 francs-or.

Quant à l'arrêté du 20 octobre 1926, autorisant le ministre des finances à contracter un emprunt à l'étranger, il est ainsi conçu : le ministre des finances est autorisé à contracter à l'étranger un emprunt d'un montant total effectif, n'excédant pas cent millions de dollars ou leur équivalent, et dont le produit sera affecté à la stabilisation monétaire.

Cet emprunt de 100 millions de dollars dont le montant total a été versé à la Banque Nationale de Belgique a assuré à celle-ci une couverture considérable de tous ses engagements à vue (la couverture en or et devises-or dépasse à elle seule 50 % de ces engagements). D'autre part, le crédit de l'État et celui de la Banque nationale se sont

vus définitivement séparés, tant par le remboursement d'une grosse partie de la dette de l'État à la Banque Nationale que par la réorganisation même de l'Institut d'émission. Enfin, la plupart des grandes banques d'émission du monde entier ont ouvert à la Banque nationale de Belgique des crédits considérables, leur réservant en outre leur immense appui moral.

Au point de vue de la couverture de ses billets, la Banque nationale a eu comme politique d'augmenter son encaisse-or. Elle a pu le faire lentement mais régulièrement de façon à combiner les avantages d'un avoir en devises-or productives de revenus avec ceux d'une réserve importante en or. L'encaisse métallique qui était de 3.100.000.000 de francs en décembre 1926, au moment de la stabilisation, est passée à 3.935.813.000 francs en juin 1928, soit un accroissement de près de 850.000.000 de francs.

Aux mêmes époques, les devises-or faisant partie de l'encaisse ont passé de 2.193.000.000 de francs à 2.327.000.000 de francs, soit un accroissement total de près de 100.000.000 de francs. La proportion de valeurs-or au total des engagements à vue était de 52,88 % au lendemain de la stabilisation ; elle était de 55,10 % au 7 juin 1928. Cette couverture ne comprend d'ailleurs

pas la réserve de change que la banque s'est constituée au moment de la réforme monétaire et qui intacte sert de volant de change. L'expérience a, en effet, montré que si l'or reste la meilleure base d'une circulation fiduciaire, il y a intérêt à avoir, surtout pour les petits pays, concurremment une politique de change pratiquée à l'aide d'une masse de devises suffisantes pour amortir les à-coups et les variations brusques que le marché financier international continuera pendant longtemps encore à subir.

Cependant, en dehors de cette réserve de change, il y avait danger à laisser grossir l'afflux des devises étrangères attirées par l'espoir de placements favorables si l'on voulait maintenir en Belgique la vie à un bon marché relatif. Pour arriver à garder la circulation dans ses limites, la Banque a dû utiliser une série de moyens complémentaires, tel que réduction de son portefeuille, restriction des avances, emploi de ses ressources au dehors : de cette manière, la Banque après avoir absorbé les devises importées, les a exportées immédiatement de façon à ne pas laisser l'abondance d'argent et de crédit devenir excessive. Malgré cela, le total des engagements à vue qui était de 10 milliards 162.909.000 francs au moment de la stabilisation a passé à

11.033.000.000 de francs en juin 1928, soit une augmentation de 871.000.000 de francs qui naturellement s'est faite contre valeurs valant de l'or intégralement et est un danger pour les prix qu'il tend à relever.

Ainsi la stabilisation belge a amené une transformation complète dans la situation monétaire et économique de ce pays ; au lieu d'un change bouleversé et d'un crédit discuté, la Belgique est aujourd'hui créancière de toutes les grandes places bancaires. L'argent y est abondant et le taux d'escompte est le même que celui de Londres et des banques fédérales américaines. On peut donc en conclure que cette réforme monétaire a pleinement réussie.

§ 6. — Italie.

L'Italie est au régime du Gold Exchange Standard depuis le décret-loi du gouvernement italien en date du 22 décembre 1927, sur la cessation du cours forcé et sur la convertibilité en or des billets de la banque d'Italie.

Auparavant l'Italie avait passé depuis 3 ans par différentes phases monétaires où l'on peut distinguer cinq périodes.

Une période de stabilisation artificielle de la

lire de juillet 1925 à mai 1926, mais les conditions économiques et psychologique d'une stabilisation monétaire n'étant pas encore réalisées, on aboutit à une période de dépréciation de la lire de mai à août 1926. L'affirmation d'une politique de redressement par M. Mussolini permit une période de revalorisation d'août 1926 à juin 1927 suivie d'une période de stabilité de fait jusqu'à décembre 1927. A cette époque le gouvernement italien, estimant que les principales conditions économiques sont remplies, décrète la stabilisation légale le 21 décembre 1927.

Ce décret a pour objet de mettre un terme au cours forcé et de rétablir la convertibilité en or des billets de la banque d'Italie. La nouvelle valeur légale de la lire est le centième de 7.919.053 grammes d'or, soit un dix-neuvième de dollar ou une valeur de change de 92,46 liras pour 1 livre sterling et une parité de 0,273 franc-or.

La Banque d'Italie est autorisée à compter à son actif en liras italiennes sur la base-or fixée, toutes ses réserves en or ou en devises étrangères de pays dans lequel est en vigueur, la convertibilité des billets de banque en or.

Les plus-values résultant de la revalorisation des réserves de la Banque d'Italie sont accréditées à l'Etat et servent ainsi à éteindre la dette

de l'Etat envers la banque. Il semble d'ailleurs que le taux de stabilisation de 19 liras pour un dollar, ait été justement choisi pour annuler aussi parfaitement que possible la dette de l'Etat.

La Banque d'Italie est obligée à tenir une réserve en or ou en devises de pays étrangers dans lesquels est en vigueur la convertibilité des billets de banque en or (sans que la proportion de l'or et des devises soit indiquée dans le texte officiel) non inférieure au 40 % du montant de ses billets en circulation et de tous autres de ses engagements à vue.

A l'époque de la stabilisation, les réserves étaient, en millions de liras :

Or en caisse.....	1.173,6
Or à l'étranger.....	419,6
Argent.....	94,4
Devises.....	<u>1.214,9</u>
Total.....	2.902,5

La circulation monétaire atteignant 19.074,5 millions de liras, le rapport d'environ 57/100 permet à la Banque d'Italie, de maintenir aisément la nouvelle valeur-or de la monnaie. Mais, la Banque d'Italie a cru nécessaire de s'assurer le concours de grandes banques étrangères pour paralyser la spéculation, rien n'étant plus efficace

qu'une ouverture de crédits qui donne à une banque d'émission, durant le temps pour lequel elle est consentie les armes nécessaires et les alliés internationaux. Le fait que 16 banques centrales se sont associées pour consentir une ouverture de crédit de 75 millions de dollars est donc une sécurité de premier ordre. A ce crédit ouvert par les banques centrales s'ajoute, d'autre part, un prêt d'une cinquantaine de millions de dollars consenti par quelques banques françaises, anglaises et américaines.

Il est d'ailleurs probable que ni l'une ni l'autre de ces ouvertures de crédit n'auront à être utilisées. Il faudrait pour l'envisager qu'une crise prolongée se développe en Italie et que le taux de stabilisation se révèle à l'expérience trop audacieux ; peut-être faudra-t-il parer à un déficit momentané du budget par un emprunt intérieur, peut-être faudra-t-il demander encore à l'étranger quelques-uns de ces emprunts qui ont depuis 2 ans permis la constitution de réserves de devises et rendu momentanément créditrice la balance des comptes : mais l'aspect général et l'acceptation disciplinée de la réforme ne permettent guère de douter que celle-ci ne soit un succès. Si comme il est permis de le penser, la crise économique s'atténue et si subsistent les condi-

tions de paix intérieure et extérieure actuelles, le taux ambitieux atteint par la lire et légalisé le 24 décembre 1927 sera facilement maintenu.

§ 7. — Espagne.

La stabilisation de la lire italienne a éveillé de nombreux commentaires en Espagne, demandant que le gouvernement s'efforce de stabiliser la peseta.

Il semble cependant que ce n'est pas l'exemple de l'Italie, mais l'exemple de l'Angleterre que l'Espagne doit suivre. Une stabilisation rapide n'offrirait que des inconvénients, le cours de la peseta peut s'améliorer progressivement et atteindre la parité avec l'or. Alors la stabilisation consisterait en une revalorisation, à l'adoption de l'étalon or primitif. L'Espagne est, en effet, un pays de monnaie saine ayant peu de circulation fiduciaire et ayant à la Banque d'émission une réserve métallique qui assure à tous les possesseurs de billets leur convertibilité. Cette encaisse est actuellement de 154,65 millions de pesetas soit 2,575 millions de francs or.

Cependant, d'après les milieux financiers de Londres, l'Espagne aurait laissé passer le moment psychologique de mettre le change de la peseta

au pair quand on cotait 27 pesetas pour une livre. L'Espagne aurait pu à ce moment contracter un emprunt extérieur et soutenir la peseta, grâce à l'encaisse-or de la Banque.

Actuellement la dépréciation de la peseta, par rapport à la livre et au dollar, atteint environ 14 %. Il est à présumer que cette dépréciation décroîtra parce que le budget doit être bientôt en équilibre et le solde défavorable de la balance commerciale diminuer.

Il semble donc qu'il ne soit pas nécessaire de stabiliser la monnaie d'un seul coup, c'est-à-dire par un décret du pouvoir public, de supprimer l'écart de 14 % qui existe entre le taux de la peseta et celui du pair : mais après avoir traversé la période de réajustement nécessaire, la peseta par l'effet des circonstances favorables pourra s'améliorer et arriver d'elle-même à atteindre la parité avec l'or.

§ 8. — Pologne.

L'opération de stabilisation polonaise diffère profondément de celle de ses voisins : l'Autriche, la Hongrie, l'Allemagne. La Pologne n'a pas de dettes de réparations. Son relèvement monétaire est un problème qu'elle aborde dans sa pleine

souveraineté, sans avoir à obtenir l'assentiment d'aucun créancier et sans avoir à prévoir, dans ses calculs sur sa balance des paiements pour les années qui viennent, des versements qui risqueraient d'être trop lourds pour ses forces.

D'autre part, la stabilisation polonaise a beaucoup plus le caractère d'une opération de consolidation que d'une stabilisation proprement dite.

En Autriche et en Hongrie, au moment où la stabilisation a été décidée, le déficit était considérable. Il fut nécessaire d'envisager une période prolongée de rétablissement progressif des finances publiques et l'emprunt de stabilisation fut destiné à couvrir l'insuffisance des recettes pendant cette période d'assainissement évaluée à deux ans.

Tel n'était pas l'état de la Pologne : les réserves de la Banque de Pologne, pouvaient paraître suffisantes. Mais on voulut donner l'impression d'une sécurité absolue et il fallait en outre, non seulement garantir la circulation existante, mais encore permettre son expansion progressive.

Voici, d'après les textes officiels, la nouvelle législation relative principalement au retour à l'or et à l'emploi des devises : Le gouvernement déclare qu'il a, conformément à la loi du 22 octo-

bre 1926, renoncé au droit d'émettre des billets de banque et qu'il ne fera plus aucune émission à l'avenir. La banque de Pologne aura seule le droit d'émission. Les billets de la banque de Pologne seront rendus légalement remboursables à vue, en or ou en lettres de change or. La banque de Pologne est chargée, et s'efforcera désormais de tout son pouvoir d'assurer la stabilité permanente du zloty.

Le gouvernement et la banque de Pologne coopéreront en vue de restreindre les emprunts particuliers à long terme à l'extérieur, si la Banque les juge excessifs et de nature à compromettre la stabilité future de la devise polonaise, et ils aviseront à prendre les mesures les mieux adaptées à la situation.

La proportion des réserves de la Banque de Pologne sera portée, ainsi que l'autorisent les statuts de la Banque, à 40 % des engagements résultant tant des comptes courants que des billets en circulation. La banque devra constituer les trois quarts des réserves ainsi exigées en monnaie ou en lingots d'or et les deux tiers au moins de cet or seront déposés dans les caves de la Banque, l'autre tiers pouvant être à sa disposition (earmarked) à l'étranger.

Après la stabilisation, la banque de Pologne

cessera de consentir des prêts sur les devises étrangères. Le gouvernement empruntera à ses banquiers environ 60 millions de dollars qui seront affectés, pour la plus grande partie, au remboursement de la dette flottante, au fonds de roulement du Trésor et au développement économique. Le produit de cet emprunt sera versé à la Banque de Pologne et l'équivalent en zloty sera déposé à la banque de Pologne, à un compte spécial, sous réserve que les fonds ne seront mis à la disposition du gouvernement que pour les objets autorisés.

Enfin la banque de Pologne nommera un expert étranger aux fonctions d'administrateur de la Banque. Il prêtera aide et conseil à la Banque pour ce qui est des devoirs qui lui incombent en vertu du présent programme.

Ainsi les ressources en or ou en devises provenant de l'emprunt de stabilisation et qui viennent s'ajouter aux réserves actuelles de la Banque sont telles que le décret de stabilisation fixant la valeur du zloty en or ne présente plus aucun aléa et que la banque peut sans inquiétude envisager sa mission d'assurer la stabilité permanente du zloty.

Comme on le voit, l'application du plan de stabilisation crée donc, avant tout, des responsabi-

lités à la Banque de Pologne et l'un des aspects essentiels de ses responsabilités est la surveillance à exercer sur les emprunts à l'étranger. Aucun plan de stabilisation antérieur n'avait abordé ce problème délicat, mais l'expérience démontrait la nécessité de le faire : tout emprunt extérieur dont le produit est dépensé en Pologne détermine inévitablement, au moment où l'emprunteur apporte à la Banque de Pologne ses devises pour recevoir en échange des zlotys, un accroissement de la circulation. Il pourrait arriver que des emprunts extérieurs trop volumineux alassent à l'encontre de la politique de la Banque dans une période où elle jugerait utile de restreindre la circulation. C'est pourquoi la Banque a reçu le pouvoir de déclarer qu'elle considère opportun, à une date donnée, de suspendre les emprunts extérieurs dans l'intérêt de la stabilisation monétaire. C'est dans le même esprit que le gouvernement a accepté de consulter le conseiller auprès de la Banque avant de contracter un emprunt extérieur ou avant d'autoriser un emprunt intérieur garanti par l'Etat ou un emprunt municipal.

Grâce à ces principes de contrôle de la Banque d'émission, on facilite la coopération des autres banques d'émission pendant la période de redres-

sement financier. C'est pourquoi la banque de Pologne obtint en même temps que l'emprunt de stabilisation émis par le gouvernement, un crédit de réserve de 20 millions de dollars de 14 banques d'émission en tête desquelles est la Federal Reserve Board de New-York.

On arrive à cette conclusion que l'unité monétaire polonaise est appuyée sur des bases inébranlables, à condition que la politique financière de ce pays continue à demeurer prudente et prévoyante.

§ 9. — Hongrie.

La couronne hongroise de l'ancienne monarchie autro-hongroise a perdu son pouvoir libératoire et a été remplacé par un nouvel étalon, le pengoë le 1^{er} janvier 1927. Exprimé en poids de métal fin, la nouvelle unité renferme 0,26315789 gr. d'or pur et il faut 0,3354 pengoë pour une livre ou 0,1749 pengoë pour un dollar. Quant à sa relation légale avec l'ancienne couronne, elle est de 1 pengoë pour 12.500 couronnes-papier. Ce chiffre exprime clairement la dévaluation définitive que les désordres de la guerre, des révolutions et de cinq années d'inflation ont fait subir à la monnaie hongroise.

Le 17 avril 1924 l'assemblée nationale de Hongrie adopta le plan proposé par les experts du Comité financier de Genève : création d'une banque centrale autonome et création d'un emprunt extérieur de stabilisation. La Banque de Hongrie fut fondée avec un capital de 30 millions de couronnes-or et il lui fut confié le monopole de l'émission et la défense de la monnaie à stabiliser.

Les statuts prescrivent à la Banque de maintenir, en toutes circonstances, une couverture minimum de 20 % en or ou en devises à la circulation virtuelle diminuée de la dette de l'Etat, c'est-à-dire la masse des billets émis et des engagements à vue.

Au 31 décembre 1924, cette couverture légale était déjà de 54 % ; les réserves comprenant à la fois de l'or, de l'argent et des devises étrangères s'élevaient en juin 1924 à 930 milliards de couronnes-papier et en octobre 1926 à 3.500 milliards.

Le pourcentage respectif de métal fin a subi la même progression : inférieur à $1/4$, il a atteint en 1927 les $2/3$ de la couverture et cette augmentation du stock d'or ne fut pas poursuivie sans sacrifice par la Banque de Hongrie, car la valeur en couronnes-papier de son actif, diminuait au fur et à mesure des progrès de la livre.

Consacrée par la loi d'octobre 1925 la dévaluation de la couronne ne devint définitive que le 1^{er} janvier 1927. Tous paiements payables en couronnes doivent être convertis en valeur pengoë suivant la relation légale, sous réserve d'engagement stipulé en or.

Grâce à l'émission de l'emprunt extérieur de stabilisation d'un montant de 250 millions de couronnes-or, gagé sur certains revenus hongrois et destiné à couvrir les déficits budgétaires jusqu'en juin 1926, toute menace d'inflation a pu être écartée et la Banque de Hongrie a réussi à se constituer une masse de manœuvre suffisante pour jouer efficacement son rôle de défenseur des cours.

Il n'en est pas moins vrai qu'il reste encore une étape à parcourir avant la reprise des paiements en or. L'accélération du rythme de remboursement de la dette de l'Etat envers la Banque permettra seule l'assainissement définitif de la monnaie hongroise. L'abolition du cours forcé ne pourra en effet se produire statutairement que lorsque les avances consenties qui s'élevaient à 132 millions de couronnes-or en juin 1924, auront été réduites à 30 millions de couronnes-or. Plus de 7 millions ont été déjà remboursés, mais la disparition complète de cette dette de l'Etat reste encore une question d'années.

La stabilisation de la monnaie hongroise grâce aux conditions techniques et psychologiques favorables est donc en excellente voie de réussite.

§ 10. — Autriche.

La question monétaire autrichienne est une des questions les plus importantes de l'Europe centrale, qui préoccupe non seulement les économistes mais encore les hommes politiques européens. Une Autriche mise à l'abri de la menace constante d'une crise monétaire et économique ne tendra plus vers le Reich, et c'est pourquoi les Etats de la petite entente et la Société des Nations se sont justement préoccupés d'assainir la situation financière de ce pays. C'est grâce à ces appuis extérieurs que la Banque nationale d'émission a pu se constituer.

La loi sur les statuts de la Banque Nationale d'émission du 24 juillet 1922 énonce dans son article 1^{er} : La Banque Nationale d'Autriche est une société par actions ayant pour objet de régler dans la limite des présents statuts, la circulation monétaire dans le territoire de l'Autriche, de faciliter les paiements, de pourvoir à l'utilisation des capitaux disponibles et surtout de préparer la reprise des paiements en espèces (rembourse-

ment en métal de billets de banque) en constituant une réserve d'or et de devises en monnaies stables, et quand les paiements en espèces auront été repris légalement, d'assurer la continuation de ces paiements.

Elle devra par tous les moyens à sa disposition pourvoir à ce que la valeur des billets telle qu'elle ressort du cours des devises sur des pays d'étalon-or ou à monnaie stable, reste stable jusqu'au moment où le remboursement en métal du papier-monnaie (billets de banque) aura été réglé par la loi.

Cette loi a été complétée par celle du 14 nov. 1922 qui déclare qu'au cas où la Banque ne s'acquitterait pas de cette obligation, elle perdrait son privilège d'émission, à moins qu'une loi ne la dispense provisoirement de cette obligation ou qu'un cas de force majeure reconnu comme tel par le gouvernement, en empêche l'exécution.

Le capital de 30 millions de couronnes-or nécessaire pour la fondation de la banque a été dûment souscrit et elle a ouvert ses guichets le 2 janvier 1923. L'émission des billets sera maintenue dans des limites fixes. La couverture métallique sera portée progressivement de 2 à 33 %. Les nouveaux billets émis furent couverts par une augmentation équivalente à leur valeur totale de la

réserve d'or ou de devises étrangères. La valeur des réserves de la Centrale des Devises passa ainsi de 700.000 livres en octobre 1922 à 4.000.000 de livres à la fin de l'année. Grâce à la confiance renaissante, l'Autriche a pu inaugurer un programme de réformes, comprenant une réduction des dépenses et un relèvement des impôts, qui lui ont permis d'équilibrer son budget à la fin de 1924. Dans l'intervalle, l'excédent des dépenses sur les recettes provenant des ressources normales pendant ces deux années, évalué à environ 650 millions de couronnes-or, fut couvert au moyen d'emprunts. Ces emprunts furent garantis par les gouvernements étrangers, notamment pour 80% par la Grande-Bretagne, la France, l'Italie et la Tchécoslovaquie, ces gouvernements possédant en Autriche un Comité de contrôle des gouvernements garants. Après un emprunt à court terme en février 1923 de 3.500.000 livres sterling, et qui a été remboursé en totalité, l'Autriche bénéficia d'un emprunt à long terme d'environ 630 millions de couronnes-or, gagé par neuf Etats différents et des avoirs autrichiens soumis au contrôle d'un fonctionnaire international désigné par la S. D. N. Par l'heureuse conclusion de cet emprunt, les gouvernements étrangers ont accompli leur part de la tâche à eux

assignée par les protocoles de Genève, il importe maintenant à l'Autriche de conserver une situation financière forte et indépendante si elle veut maintenir stable le taux de sa monnaie.

§ 11. — **Tchécoslovaquie.**

Ce nouvel Etat est maintenant au régime du gold exchange standard. La restauration monétaire a été entreprise dès 1919. A ce moment fut décidés l'estampillage des billets et la suppression définitive de toute inflation d'Etat. L'effort pour équilibrer le budget ne put aboutir qu'en 1921 et en 1922 la conclusion d'un emprunt à Londres fit remonter la couronne tchèque, mais la crise la plus grave eut lieu en août 1923, quand les dépôts étrangers furent rapatriés dans leur pays d'origine qui venaient d'être dotés d'une monnaie saine. Depuis, c'est vers la stabilisation définitive que s'est acheminée la monnaie tchèque, grâce à l'appui de l'emprunt extérieur. L'emprunt-or aux Etats-Unis a permis la substitution d'un créancier étranger à la place de l'Institut d'émission dans sa créance contre l'Etat. En même temps la loi du 23 avril 1925 instituait une nouvelle banque d'émission. Sa couverture initiale est de 20 % qui doit s'augmenter de 1 %

pendant 15 ans pour arriver à 35 %. Elle est constituée en métal ou en devises (le montant des devises ne devant pas dépasser celui de la réserve métallique, les 3/4 de cette dernière étant en or).

L'article 41 des statuts de la Banque est ainsi conçu :

Aussi longtemps que le commerce des devises, des créances et monnaies étrangères sera soumis à la restriction, dans l'intérêt de l'Etat ou dans un but d'utilité générale, la Banque sera chargée en partie ou entièrement de ce commerce et de son contrôle.

Tant que la banque n'aura pas été obligée par une loi spéciale de rembourser en espèces les billets émis par elle, elle demeurera tenue de veiller à ce que le cours de la couronne tchécoslovaque soit maintenu par rapport aux monnaies d'or étrangères de pleine valeur au niveau des deux dernières années.

A cet effet, la Banque est obligée de créer, à l'aide des bénéfices faits par le commerce des devises et des métaux précieux, un fonds spécial de réserve ; les sommes affectées à la constitution et à l'entretien de ces fonds sont considérées comme dépenses d'exploitation.

Le gouvernement est autorisé à conclure à des conditions économiques convenables un em-

prunt à l'étranger, jusqu'à concurrence de 50 millions de dollars-or, ou un emprunt pour le même montant en livres dont le produit devra être employé exclusivement à des fins monétaires.

Après accord entre la Banque et le Gouvernement le produit de cet emprunt sera confié à l'administration de la Banque.

De cette manière, la couronne tchèque a pu être stabilisée et semble à l'avenir à l'abri d'importantes fluctuations, grâce à la situation économique prospère de ce pays.

§ 12. — Russie.

Avant la guerre, la Banque impériale de Russie possédait les réserves d'or les plus considérables du monde : plus de quinze cent millions de roubles.

En garantie des crédits pendant la période des hostilités, elle en a envoyé une partie à Londres et à Stockholm, puis après la Révolution, l'amiral Koltchak envoya une partie à Vladivostok pour servir de garantie aux banques japonaises et américaines.

Ensuite les réserves d'or provenant des réquisitions et de la confiscation du trésor roumain furent, pour la plupart, envoyées aux Etats-Unis

par des moyens détournés, en solde d'achats de denrées alimentaires.

Depuis, de même que la production et le commerce en U. R. R. S, se sont établis sur des bases tout à fait nouvelles, le système monétaire correspondant à cette jeune économie présente des aspects très particuliers. Rien d'absolu ou de définitif n'est encore à envisager, cependant la période d'établissement s'est consolidée et le développement des crédits, consentis par l'étranger au gouvernement de Moscou semble être le signe d'un retour à une situation stable.

La nouvelle banque d'Etat de l'U. R. R. S. dont la direction se trouve à Moscou s'est constituée à ses débuts avec un capital de 50 millions de roubles. Ce capital s'est élevé au 1^{er} octobre 1925 à 108 millions de roubles. A cette époque l'es-compte des effets de commerce et les prêts avaient atteint 1.400 millions de roubles ; les dépôts et comptes courants se montaient à 683 millions de roubles et le bilan à 4.430 millions de roubles. Au 1^{er} avril 1926, la couverture-or de la nouvelle monnaie, le tchervonetz s'élevait à 230 millions de roubles-or représentant 34,8 % de l'émission totale qui était de 724 millions de roubles. De plus la réserve des devises est également considérable et il est à remarquer que la marge d'é-

mission est encore de 55 millions de roubles.

Etant donné l'existence de cette couverture égale à celle des billets anglais, ainsi que d'une marge d'émission considérable, il n'y aurait aucune raison d'admettre que le tchervonetz soit sérieusement menacé. Le tchervonetz conserve ses positions par rapport au dollar. Ses oscillations ne dépassent guère celles de la livre anglaise, dont personne ne met en doute la stabilité, et ce fait est facile à constater par l'examen des cours du tchervonetz aux bourses où il est coté. De même grâce au contrôle régulier de la balance des comptes de l'U. R. R. S. les oscillations intérieures de la capacité d'achat du tchervonetz n'ont qu'une très faible répercussion sur le cours de la devise et les variations de cette monnaie sont très faibles, si l'on prend le cours du tchervonetz en or, par rapport au dollar.

Cependant le fait que l'équilibre budgétaire n'a pu encore être réalisé en U. R. R. S. est un sérieux empêchement à la stabilité de la monnaie. Bien que le gage des billets semble être suffisant et la marge d'émission loin d'être atteinte, le déficit budgétaire et la situation économique défavorable du pays resteront longtemps des obstacles à l'assainissement complet de la monnaie.

§ 13. — Esthonie.

Parmi les expériences financières les moins connues figurent celles des pays baltes: Finlande, Lithuanie, Lettonie, Esthonie. Cependant peu de temps après le premier retour à l'étalon-or en Europe, celui de la Suède le 1^{er} juin 1924, les pays baltes et notamment l'Esthonie suivirent l'exemple de leur voisine.

Le 2 mai 1919, après l'évacuation de l'Esthonie par les armées allemandes, une monnaie esthonienne indépendante équivalente au mark, l'esti-mark, fut créée et rattachée à la livre anglaise. Mais la nécessité de la guerre contre les soviets fit passer la circulation de 16,5 millions de marks, le 1^{er} février 1919 à 2,911 millions en juin 1921.

Après la reconnaissance *de jure* de ce pays par la Société des Nations le 26 janvier 1921, on s'efforça d'enrayer la chute de la monnaie esthonienne par une double barrière garantissant les excès de l'inflation.

D'une part, un maximum de circulation fiduciaire était fixé par la loi. D'autre part la couverture devait être de 40 % en or et devises, de 50 % d'effets de commerce et les 10 % restant en valeurs d'Etat. Malgré cela le mark esthonien dépendait

directement des variations de la balance des comptes. C'est alors que pour remédier à cet état de choses, une expérience unique en Europe fut tentée. Comme en Argentine une caisse de conversion fut autorisée à émettre des billets contre l'or et les devises qu'on lui apportait. Les nouveaux billets émis étaient garantis par leur échange même. Cet essai donna de bons résultats : en 1922 la réserve des devises s'éleva à 4.088.800.000 marks pour 700.000.000 de billets de banque. Cette stabilité encouragea le gouvernement à élaborer un plan de réforme, en vue du retour définitif au gold exchange standard. En octobre 1923 furent convoqués à Reval les représentants des banques d'émission des Etats baltiques afin d'étudier en commun, le nouveau moyen de parvenir à une fixation de la monnaie par rapport à l'or. D'après le projet toutes les réserves du Trésor devaient être mises à la disposition de la banque d'Esthonie qui réglerait la circulation selon les mêmes méthodes que les banques d'émission avant la guerre. Cent marks esthoniens devaient être équivalents à 1,50 franc or.

Ces résolutions témoignaient d'une confiance excessive dans l'efficacité de la caisse de conversion. Celle-ci, à laquelle il n'avait été assigné à

ses débuts aucune réserve, ne pouvait se remplir que si des commerçants la pourvoyaient d'or et de devises, d'où la nécessité d'une balance des paiements favorables, ce qui ne fut justement pas le cas de la balance de 1923. En automne 1923, la caisse de conversion dut maintenir le niveau du mark en se démunissant d'une partie de son encaisse et à la fin de 1923, renonçant à vider d'avantage ses réserves, elle abandonna le mark qui, cessant d'être soutenu, s'éleva à 1.900 marks pour une livre.

Dès 1924, l'Esthonie marqua de nouveau sa volonté très nette de retourner à l'étalon-or. La circulation fut ramenée progressivement de 3.944 millions de marks en 1923 à 2.940 millions en août 1924 et le retour à l'or put être déclaré par la loi du 20 juin 1924 qui créa une nouvelle unité monétaire, la couronne-or, correspondant à 100 marks esthoniens. Dans le même temps la Lettonie donnait au lat l'équivalent du franc-or la Lithuanie donnait au litas celui du dixième de dollar-or et la Finlande fixait son unité monétaire dans la proportion de 39 pour 1 dollar.

Le règlement de la Banque de Finlande arrêté à Helsingfors le 21 décembre 1925 était ainsi conçu :

« Conformément à la décision de la Chambre il est promulgué le règlement suivant pour la Banque de Finlande :

« Art. 1^{er}. — La Banque de Finlande a pour mission de maintenir la stabilité et la sécurité monétaire de la Finlande et de favoriser et développer la circulation monétaire dans le pays.

.

« Art. 16. — Dans toute son activité la direction doit veiller à ce que la monnaie finlandaise conserve sa valeur légale. »

Ainsi, des quatre États sortis du démembrement de la Russie, chacun avait établi sa monnaie sur une base différente. Quant au territoire de Dantzig, il a créé un florin qui vaut $1/25$ de la livre, soit sensiblement un franc-or.

L'Esthonie n'avait pas contracté, comme la Finlande, d'emprunts extérieurs pour le soutien de sa devise, mais elle avait reçu d'Angleterre et d'Amérique des ouvertures de crédit qui donnèrent lieu à des arrangements en juillet et octobre 1925. La balance des comptes s'améliora et durant toute l'année 1925, le pourcentage de l'encaisse d'or et de devises se maintint à 35 %. Cette stabilité de la couverture a eu pour conséquence la stabilité du change et le cours du mark esthonien, par rapport à la couronne-or s'abaisse de 121,5

en août 1924, à 100 en novembre 1925, point fixé par la loi. Depuis lors, le change s'est maintenu immuable.

Peu de chemin reste donc à faire à l'Esthonie pour revenir à l'étalon-or. Ce retour a déjà eu un commencement d'exécution en Lettonie ; l'or ne circule pas dans ce pays et ne peut encore être exporté, mais il peut être obtenu à la caisse de la Banque lettone des lingots contre des billets.

L'Esthonie va adopter un système analogue. Par la création de la caisse de conversion et par son rétablissement monétaire coupé de reculs, l'exemple de l'Esthonie, malgré le peu d'étendue de son territoire, méritait d'être signalé à côté des rétablissements monétaires des grandes puissances.

§ 14. — Grèce.

Le décret concernant la stabilisation légale de la drachme grecque a été signé le 13 mai 1928. Il fixe la nouvelle parité de la drachme avec l'or sur la base de 0 gr. 01952634 d'or fin. En d'autres termes, au pair intrinsèque, il faut 375 drachmes nouvelles pour une livre sterling ou 77 drachmes 06 pour un dollar.

Le même décret dispose que la Banque de Grèce, la nouvelle banque d'émission qui remplace l'an-

cienne Banque Nationale de Grèce, commencera à fonctionner dès le 14 mai 1928.

La stabilisation légale de la drachme constitue une décisive étape dans la voie suivie depuis une dizaine d'année par la Grèce afin de réaliser le programme d'assainissement de ses finances.

Auparavant le gouvernement hellénique prit des mesures de déflation brutale pour réduire la circulation et agir indirectement sur le change de la drachme, par application de la théorie quantitative.

C'est ainsi qu'en 1922, tout billet de banque grec fut coupé en deux ; une des moitiés conservait cours légal, l'autre moitié constituait un titre provisoire d'emprunt intérieur, d'une valeur égale à la moitié de la valeur inscrite sur le billet. Mais ce procédé brutal de compression ne pouvait être efficace, car la Banque nationale était autorisée en même temps à émettre pour plus d'un demi-milliard de nouveaux billets. En 1924, il y eut également un nouvel emprunt forcé obligatoire pour les porteurs de billets de la Banque nationale.

Toutes ces mesures ne pouvaient donner de résultats pratiques en l'absence d'un assainissement réel des finances publiques. Ce dernier ne fut tenté que dans les derniers mois de 1926, avec le concours de capitaux étrangers et de la Société

des Nations qui en octobre 1927, prêta assistance au gouvernement hellénique dans la réorganisation financière et monétaire du pays.

Conformément au Protocole de Genève signé en octobre 1927, entre la Société des Nations et le gouvernement hellénique, celui-ci s'était assuré de l'appui de celle-là pour le placement d'un emprunt extérieur, à condition de se soumettre au contrôle financier d'une commission internationale. Six mois après la conclusion dudit emprunt, c'est-à-dire à compter d'avril 1928, un nouvel établissement devait être créé sous la dénomination de Banque de Grèce, à laquelle était transféré le privilège d'émission détenu depuis son origine par la Banque Nationale de Grèce.

Le capital de la nouvelle Banque d'émission était fixé à 400 millions de drachmes, la couverture de la circulation fiduciaire et des autres exigibilités de la Banque de Grèce ne devant pas être supérieure à 50 % en or et devises.

Moyennant quoi la commission financière internationale donnait au gouvernement hellénique, son consentement à la conclusion d'un emprunt jusqu'à concurrence de 9 millions de livres sterling.

Le gouvernement grec a usé de cette autorisation pour contracter, en janvier 1928, un em-

prunt de 3.370.000 livres sterling à Londres. En outre la Banque d'Angleterre tient à la disposition de la Banque de Grèce un montant de crédit jusqu'à concurrence de 6 millions de livres pour la défense de la drachme, de plus la Grèce a pu placer des emprunts à New-York et en Suisse pour une somme totale de 17 millions de dollars. Tenu compte de l'actif de la Banque nationale transféré au nouvel Institut d'émission, tout cela constitue une couverture représentant plus de 50 % de la circulation fiduciaire et des autres exigibilités de la nouvelle banque d'émission, 4.800 millions de drachmes en billets et 3 milliards d'exigibilité.

Les circonstances étaient donc propices pour la stabilisation légale. Il serait néanmoins prématuré de compter absolument désormais sur la stabilité de la drachme, car la Grèce ne paraît pas encore à l'abri de l'inflation. Il faut considérer, en effet, que son bilan commercial est normalement déficitaire. En 1926, le déficit de la balance commerciale a atteint près de 12 millions de livres ; celui de la balance monétaire est évalué à 7.300.000 livres, malgré l'appoint fourni par les dépenses des touristes étrangers. Cependant, il est à présumer que, avec l'appui prêté à la défense de la drachme par la Banque d'Angle-

terre, la stabilisation de la drachme présente de sérieuses chances de succès.

§ 15. — **Hollande.**

Le retour officiel de l'or en Hollande eut lieu le 28 avril 1925 mais il passa presque inaperçu car ce pays n'a pas connu les maux de l'inflation comme la plupart de ses voisins.

Cependant les placements hollandais à l'étranger étant resté considérables, 340 millions de florins en 1927, soit 70 % des placements totaux, il ne faut pas méconnaître le danger qu'il peut y avoir, même pour ce pays disposant d'un système monétaire très solide, à être soumis à des mouvements désordonnés et anormaux des capitaux dont la conséquence est la fragilité de leur réserve-devises.

C'est pourquoi le retour officiel à l'étalon-or était nécessaire pour défendre l'encaisse et redresser le cours du change par le mécanisme classique des variations du taux de l'escompte.

§ 16. — **La France.**

La carte monétaire de l'Europe montrait clairement que notre pays était le seul, parmi les

grandes nations, qui n'avait pas encore stabilisé légalement sa monnaie. C'est maintenant chose faite depuis le 25 juin 1928.

Depuis août 1914 jusqu'à ce jour, le franc était resté une monnaie de papier n'ayant d'autre valeur or que celle qui résultait indirectement du cours du change, cette valeur étant déterminée uniquement par le jeu des offres et des demandes. Il est vrai que notre Institut d'émission, en assurant, à partir du 23 décembre 1926, la contrepartie des ventes de changes étrangers, dans la mesure où celles-ci dépassaient les achats, avait pratiquement stabilisé le taux du franc, en empêchant la loi de l'offre et de la demande de jouer librement. Mais son intervention n'avait en rien préjugé de l'avenir et à supposer qu'elle eut été arrêtée, l'afflux des offres aurait aussitôt pesé sur les cours des devises, qui se seraient effondrés.

Depuis le retour au gold bullion standard, il n'en est plus de même. Conformément à la loi, le franc représente définitivement un poids d'or déterminé et le change varie désormais entre les gold points d'entrée et de sortie.

Comme dans le système anglais, la convertibilité des billets en lingots d'or est limitée provisoirement aux échanges extérieurs.

L'Institut d'émission est tenu de conserver

une encaisse en lingots et monnaie d'or égale au minimum à 35 % du montant cumulé des billets au porteur en circulation et des comptes courants créditeurs.

Actuellement la garantie est un peu supérieure au minimum exigé.

D'autre part, les dispositions antérieures qui fixaient un maximum au montant des billets de banque et qui gênaient souvent l'Institut d'émission ont été supprimées.

Actuellement, l'encaisse de la France, qui est la plus forte de l'Europe, atteint 30 milliards de francs, contre 18 milliards fin 1924, garantissant une circulation totale de 68 milliards.

Quant aux devises-or détenues par la Banque; elles serviront à la sauvegarde de l'encaisse, la Banque pouvant les réaliser chaque fois qu'elle le jugera utile pour empêcher le change français d'atteindre le gold point de sortie.

Ainsi l'adoption du gold bullion standard, considéré comme une étape vers le gold standard intégral, en nous permettant de rétablir la libre circulation de l'or avec les pays étrangers, ouvre une ère monétaire plus saine avec des échanges internationaux plus actifs et une meilleure inter-pénétration des capitaux.

Mais au sujet du système monétaire français,

on peut encore se demander pourquoi une stabilisation légale alors que la stabilisation de fait existait depuis de longs mois.

Là encore jouent la politique des devises et le système de l'étalon-or, c'est pourquoi nous allons étudier, à ce sujet, la substitution de la stabilisation légale à la stabilisation de fait. Si elle a eu lieu, c'est que le mécanisme des golds points, condition matérielle de la convertibilité en or, ne peut être remplacé dans la stabilisation de fait que par une manœuvre difficile et dangereuse.

Si la Banque de France, en effet, comme elle pensa pouvoir légitimement le faire à un moment donné, avait réussi à transformer en or prélevé à Londres une partie des livres sterling achetées par elle, la stabilisation de fait aurait pu se prolonger sans difficulté. Mais le refus de la Banque d'Angleterre modifia cette politique. Obligée de laisser sur place ses crédits en livres et de les utiliser au mieux, la Banque de France, comme nous l'avons vu, ne put qu'abandonner ses propres disponibilités au jeu d'une spéculation renouvelée sur le franc.

Un circuit des plus inquiétants ne tarda pas à s'instituer, risquant de créer une irréparable inflation de crédit.

Avec la stabilisation légale, ce mécanisme

périlleux cesse : l'acheteur de francs, sitôt le gold point atteint, se voit contraint d'apporter non plus des crédits mais de l'or effectif et les limites normales jouent aussitôt rendant impossibles les abus du système.

On ne peut nier qu'il n'y ait là un effet positif et bienfaisant de la stabilisation légale, et qui la rendait non seulement désirable, mais urgente.

Il est à remarquer que, bien qu'il soit très faible, l'écart entre le gold point d'entrée et de sortie sera sensiblement supérieur à la différence entre le prix d'achat et le prix de vente des devises, pratiqués par la Banque de France, ces temps derniers.

Par conséquent la stabilisation a encore pour effet de rendre moins étroites qu'elles ne l'étaient sous le régime de la stabilité de fait les limites dans lesquelles pourront varier les cours du change.

Il est à remarquer aussi que dans le cas où les demandes de devises dépasseraient notablement les offres, la Banque de France aura intérêt à vendre, avant que le gold point de sortie fût atteint, une partie des devises accumulées par elle au cours de ces derniers mois plutôt que de laisser entamer ces réserves métalliques.

Quelque considérables que soient, au surplus,

ses disponibilités en devises et son stock d'or, il ne faudrait pas en conclure que ces réserves pourraient garantir indéfiniment le franc contre un nouveau fléchissement.

Il est des événements, auxquels même une monnaie d'or très fortement gagée, comme l'est le nouveau franc, ne saurait résister longtemps.

Quoi qu'il en soit, il convient d'approuver entièrement le régime de convertibilité institué par la loi du 25 juin 1928 : en ne fondant le gage du billet que sur l'or effectif, à l'exclusion des devises, en assurant le libre échange de l'or en lingots, jusqu'au jour où la refraappe des pièces permettra de l'assurer en numéraire, la Banque de France est retournée aux meilleures traditions de l'éta-lon-or.

Notons qu'après la stabilisation du franc, la dernière en date, il reste encore à stabiliser trois monnaies balkaniques : le leu roumain, le leva bulgare et le dinar yougoslave, ainsi que le milreis portugais. L'emprunt de stabilisation roumain est en voie de réalisation, les finances bulgares font l'objet d'une enquête de la part de la Société des Nations qui vient de refuser son aide au gouvernement portugais.

Cette énumération de pays pourrait paraître fastidieuse : elle le semble moins si on en tire

les conclusions nécessaires. On voit d'abord que presque toutes les monnaies ont été refaites et on peut même ajouter que les plus artificielles sont les plus stables. Cela signifie en fait que les banques d'émission, soustraites aux influences nationales ont été réorganisées suivant un modèle presque uniforme. Ainsi les anciens cadres monétaires ont été brisés, et les monnaies nouvelles sont presque toutes sans rapport simple, les unes avec les autres. Il en résulte à la fois une désarticulation des devises entre elles, et, au contraire, une certaine uniformité des réformes monétaires qui ont été effectuées. On comprend ce que tout cela signifie de possibilité d'intrusion et de contrôle pour le capital étranger qui a servi d'instrument de réfection monétaire et particulièrement pour le capital américain. La carte monétaire européenne doit nous montrer la nécessité d'organiser le contrôle inter-européen des changes continentaux au moyen des grandes banques d'émission.

CHAPITRE IV

LES RÉSERVES D'OR MONDIALES

§ 1. — Introduction.

Après ces exposés sommaires des régimes monétaires des principaux pays d'Europe, on constate, par le simple examen des statistiques des réserves métalliques et de leur répartition mondiale, qu'il se produit actuellement dans le monde une véritable chasse à l'or.

A la fin de 1924, l'Europe entière ne possédait pour tout stock métallique qu'environ 81,1 milliards de francs-or; à l'heure actuelle, son stock peut être évalué à 111,2 milliards de francs-or, soit un accroissement de quelque 30 milliards en moins de quatre ans.

Tous les pays d'Europe ont accru leur réserve de métal jaune, sauf toutefois le Danemark, l'Irlande, les Pays-Bas et la Suisse.

Dans l'Amérique du Sud, l'Argentine, le Brésil, le Chili, la Colombie, le Pérou, etc., ont également

renforcé leur encaisse pendant la période 1924-1928, en tout d'environ 7,1 milliards.

Cependant le stock métallique mondial n'a augmenté pendant ce temps que d'environ 23 milliards de francs-or, passant de 263,3 milliards de francs-or à 286,3 milliards de francs-or.

C'est dire que les pays européens et de l'Amérique du Sud, ont non seulement absorbé la production de l'or, mais encore opéré des prélèvements sur les réserves possédées par des nations ayant de fortes réserves d'or comme les États-Unis et le Japon.

En effet, l'encaisse des États-Unis qui était de 116 milliards de francs fin 1924 n'est actuellement que de 105 milliards, elle est donc maintenant inférieure à l'encaisse totale de l'Europe, alors qu'elle lui était très supérieure en 1924 ; de même le Japon ne possède aujourd'hui que 16,1 milliards de francs de métal jaune contre 18,5 milliards au début de 1925.

Ces chiffres qui expliquent le présent, indiquent également la tendance de l'avenir. Il est évident, en effet, que le retour progressif de l'Europe à l'étalon-or pose le problème de la production et de la rareté de l'or.

Les États-Unis ne pourront pas envoyer indéfiniment leur or en Europe, d'où la nécessité d'in-

tensifier la recherche et la production de l'or dans tous les pays.

Si l'on veut bien remarquer que c'est la crainte d'une insuffisance de production de l'or qui a été la cause de l'approbation du gold exchange standard par la conférence de Gênes de 1922, on voit que cette question de la production et de la rareté de l'or est une de celles que les partisans du gold standard intégral ne peuvent oublier d'envisager.

Nous étudierons les réserves et la production d'or mondiales et nous verrons si la crainte d'une pénurie d'or est suffisamment fondée pour exiger l'application du gold exchange standard.

§ 2. — Historique des réserves d'or depuis 1914.

Quelle est la raison d'être de cet historique ? C'est que les anciens exemples du retour à l'or ne sont que des précédents sans grand rapport avec la situation actuelle, en ce qui concerne l'intensité de la demande du métal précieux.

L'Angleterre en 1821, la Russie en 1897 n'opérèrent jamais qu'isolément, alors que de nos jours la substitution de l'étalon-or à la diversité des papiers-monnaies nationaux est l'objet des efforts concurrents de presque tous les Etats européens.

C'est que pour refaire, selon la formule, « un soubassement métallique au résidu irréductible de l'inflation », le problème du retour à l'or comporte actuellement, en raison de son universalité, une difficulté nouvelle : le stock d'or du monde est-il suffisant pour reconstituer l'encaisse métallique des Banques centrales de telle manière que les réserves-or soient suffisamment considérables pour qu'on n'ait plus besoin de réserve-devises ?

Alors qu'autrefois, il était relativement facile, grâce à la moindre redistribution de l'or, de libérer au profit d'un seul Etat, le montant d'or relativement faible, dont il avait besoin pour joindre son système monétaire à celui de la communauté internationale, actuellement la demande des divers Etats risque de n'être point satisfaite par suite de sa trop grande ampleur.

Aux difficultés internes que rencontre toujours la stabilisation d'une monnaie s'ajoutent ainsi des obstacles extérieurs, qui, nés d'une compétition mondiale dirigée vers le même but, obligent les Etats européens à modifier en conséquence leur appétit de métal précieux.

Il apparaît cependant, à première vue, que le stock d'or qui en 1914 assurait au monde un étalon unique, s'est accru du montant de la production des mines depuis 14 ans et qu'on pourrait

rassembler d'importantes réserves à l'aide des quantités d'or qui ont été retirées de la circulation sous le régime des papiers-monnaies ?

Pourquoi donc ce stock d'or serait-il insuffisant ?

C'est que la concentration et la dépréciation de l'or, conséquences de l'abandon de l'étalon-or par presque tous les Etats européens et même mondiaux au début de la guerre, a modifié d'une façon profonde le régime de l'étalon-or existant auparavant.

L'étude, depuis 1914, des réserves et de la production de l'or va nous le montrer :

LES RÉSERVES D'OR DEPUIS 1914.

Dans les années précédant immédiatement la guerre, les Banques Centrales européennes sauf toutefois la Banque d'Angleterre, cherchaient à accroître leur stock d'or, au point d'absorber presque complètement la production du métal précieux. Ces stocks étaient, pour la plupart, centralisés dans les caves de ces Instituts d'émission pour en neutraliser l'influence et en éviter la fuite extérieure.

Les Instituts d'Emission de France, d'Allemagne et de Russie se livraient simultanément à

une course à l'or parallèle à la course aux armements.

La Reichsbank achetait même de l'or sur les marchés étrangers lorsque le mark n'atteignait pas le gold point d'entrée, ce qui était une perte pour la Banque, mais lui permettait de grossir son trésor de guerre.

En août 1914, la déclaration du cours forcé marqua l'embargo sur l'or et la concentration de l'or dans les banques centrales.

Cette concentration fut elle-même suivie d'une seconde au profit de la banque centrale la plus puissante, de chaque côté des belligérants. Ce fut la Banque d'Angleterre pour les alliés et la Reichsbank pour les Empires centraux.

La Banque d'Angleterre dut exporter la plus grande partie de ces dépôts d'or aux Etats-Unis, pour se procurer des crédits et servir de moyens de paiements extérieurs.

Cette première grande vague d'or se produisit de décembre 1914 à avril 1917, date de l'entrée des Etats-Unis aux côtés des Alliés.

Les avances de trésorerie consenties par ce gouvernement diminuèrent les importations d'or et l'exportation en fut interdite le 7 septembre 1917.

Après la dénonciation en 1919 de la solidarité

financière entre alliés et le reflux du métal jaune vers les Etats qui avaient consigné de l'or aux Etats-Unis dans la période d'embargo, une deuxième vague d'or qui dura de 1920 à 1924, se dirigea vers les Etats-Unis ; elle absorba alors la presque totalité de l'or dans le monde, parce que c'est aux Etats-Unis qu'on en donnait le meilleur prix.

Cet afflux d'or provenait pour une part du Transvaal en ne faisant que passer par Londres, et pour d'autres parts des réserves de la Reichsbank et de l'Etat russe pour achat de matières alimentaires ; enfin l'or dispersé par les Etats successeurs de l'Autriche-Hongrie afflua également aux Etats-Unis.

Ce n'est qu'à partir de 1924-1925 que les exportations d'or à l'étranger furent rétablies pour cause de prêts, notamment pour le plan Dawes et en 1925 le retour au pair de plusieurs pays enleva ensuite aux Etats-Unis le monopole de fait des achats d'or.

§ 3. — La concentration de l'or aux Etats-Unis.

On voit par là que pendant une dizaine d'années l'histoire des réserves d'or se confond avec celle des réserves d'or du système américain.

C'est qu'en effet, comme l'a dit l'économiste Rist, dans son livre *Le retour à l'or*, l'or ainsi que toutes les marchandises se dirige vers le pays où il est le mieux payé.

L'abandon de l'étalon-or par la plupart des Etats européens est la cause des vagues d'or qui déferlèrent aux Etats-Unis jusqu'en 1924.

Cependant les origines de ces deux vagues ne sont pas identiques :

En premier lieu, les banques centrales des Etats européens s'efforcèrent pendant la guerre d'utiliser leurs réserves métalliques au mieux de la conduite financière des hostilités et par conséquent le souci du profit était relégué à un plan inférieur.

En second lieu, au contraire, les producteurs du Transvaal et les bullions brokers de la cité de Londres, recherchaient naturellement le gain maximum en expédiant l'or là où il était le mieux payé.

Mais on ne lance pas impunément dans la circulation d'un pays une telle masse de moyens de paiement en face d'une somme de biens à peu près fixe.

La conséquence naturelle de cette concentration fut la hausse des prix et la dépréciation de l'or qui atteignirent leur maximum en mai 1920,

la dépréciation du dollar et de l'or atteignant 60 % de leur valeur.

Le Federal Reserve Board inaugura alors sa politique automatique du taux de l'escompte. Malgré cela le volume de leur pouvoir d'achat continuait à s'accroître parallèlement au renforcement de leur stock par l'or mondial d'où instabilité des prix et de la valeur de l'or.

La politique traditionnelle de crédit qui se guidait sur les mouvements de l'or, afflux et reflux, aboutissait ainsi à des troubles graves pour la vie économique américaine et même mondiale eu égard à l'instabilité de l'étalon-or.

§ 4. — Politique nécessaire par la concentration de l'or.

Le Federal Reserve Board dut s'opposer à la nouvelle altération de la valeur de l'or qui naturellement aurait suivi la seconde vague d'or aux Etats-Unis par l'intermédiaire de l'inflation de crédit.

Cette politique était inspirée par la crainte de la précarité de la hausse des prix : le renforcement éventuel des encaisses des Banques centrales d'Europe aux dépens de l'or américain, pourrait se traduire, en effet, un jour, aux Etats-

Unis, par la hausse du taux de l'escompte et la baisse des prix déclanchant une crise économique.

Mieux valait se refuser à tirer partie de la hausse des prix, plutôt que d'avoir à supporter dans l'avenir les conséquences redoutables de leur baisse.

Pour cela, les Etats-Unis ont dû conserver le volume de leur pouvoir d'achat à un niveau à peu près stable nonobstant les variations de leur réserve-or.

Dans ce but, plusieurs moyens furent adoptés :

L'influence nocive de cet amas d'or fut en partie neutralisé par des dépôts provisoires non incorporés à l'économie américaine pour le maintenir disponible au profit de la reconstruction monétaire européenne et de la redistribution de l'or dans le monde.

Les espèces métalliques furent éparpillées volontairement dans le public et les Federal Reserve Banks substituèrent dans la circulation à leurs propres billets les gold certificates de leur encaisse.

La remise en circulation d'une partie des gold certificates qui formaient le gage légal des federal reserves notes abaissa donc la *ratio* des federal reserve banks dans la mesure du décou-

vert des federal reserve notes qu'ils remplaçaient, ce qui diminuait la marge de l'inflation possible du pouvoir d'achat.

Lors des exportations d'or résultant du rétablissement de l'étalon-or universel, cette politique a pour corollaire, l'affaiblissement progressif de la base du pouvoir d'achat américain qui reste lui-même cependant constant grâce à l'adoption d'une proportion plus modérée entre le stock d'or des federal reserve banks et de leur exigibilité, grâce au retrait des gold certificates en circulation et à leur conversion en garantie des federal reserve notes ou des dépôts des memberbanks.

Comme l'a fait remarquer M. Lescure dans un article sur le marché de l'or et ses particularités récentes (*Revue Pol. et Parlem.*, 10 juin 1924) : « cette substitution des billets aux gold certificates permet le transfert de l'or américain à l'Europe sans modification de l'encaisse métallique des federal reserve banks qui sera reconstituée aussi vite qu'elle a été affaiblie par les retraits européens ».

La neutralisation et la déviation des ressources bancaires ont ainsi permis aux prix américains d'affirmer au cours de la seconde vague d'or, une constance enviable que reflètent les index

number officiels dont la stabilité est remarquable depuis de longues années.

§ 5. — Critique de cette politique.

Cependant cette politique de l'or aux Etats-Unis n'a pas reçu l'approbation de tous les économistes.

Keynes notamment dans sa *Réforme monétaire* a déclaré qu'une telle politique était ruineuse :

D'abord pour cette nation qui échange ses biens et ses services à perte contre de l'or à jamais privé d'emploi, fiction qui, d'après cet économiste, coûte aux Etats-Unis une moyenne de cinquante million de livres par an.

Ensuite pour l'économie des forces mondiales puisque cette politique « consiste à entonner dans les caves de Washington ce que les mineurs du Rand ont péniblement amené à la surface. »

Cet or étant reçu à un prix supérieur à sa valeur évaluée en marchandises, qu'il aurait s'il pouvait affecter le crédit et par cet intermédiaire les prix, ce système est fatalement voué à un échec.

La conduite du federal reserve board semble

accumuler les difficultés d'exécution, soit en allongeant le chemin à parcourir, à cause de la stagnation artificielle des prix américains, pour arriver à la déflation, soit en absorbant sans but l'or mondial dont la reconstruction européenne aurait cependant un si grand besoin, pour le renforcement de la couverture métallique.

On peut répondre à ces critiques qu'en stabilisant artificiellement la valeur de l'or, les Etats-Unis ont rendu aux Etats européens le goût de l'étalon-or qui était sur le point de perdre son ancien prestige en face de son rival, la politique des devises.

Etant le pays le plus grand détenteur de métal jaune et y ayant stabilisé sa valeur, ils ont ainsi créé un centre influent de stabilité.

Enfin par une voie encore plus directe, le federal reserve board a favorisé le retour du monde à l'étalon-or universel : le moyen le plus aisé de compléter les stocks d'or de chaque banque centrale, nécessaires pour la reprise immédiate de la convertibilité, étant, en effet, de puiser dans l'encaisse des Etats-Unis, Etat maintenant la liberté de l'exportation de l'or.

Résultant d'un prêt ou du jeu des lois économiques naturelles, cette sortie d'or ne jouant aucun rôle actif dans les caisses des Federal Re-

serve Banks est le moyen le plus certain d'échapper à la menace permanente qu'une masse d'or trop grande fait peser sur la stabilité des prix américains.

CHAPITRE V

LA PRODUCTION D'OR MONDIALE

§ 1. — Statistique récente des mines d'or.

La question de savoir si le monde aura encore assez de monnaie-or pour faire face aux besoins d'un commerce grandissant a toujours préoccupé les économistes.

L'état de la production du métal jaune est-il actuellement inférieur au taux qu'il devrait atteindre pour marcher de pair avec l'évolution économique et avec les besoins considérables d'or monétaire ?

C'est ce qu'on ne peut évaluer sans arbitraire à une époque ou varie dans des limites très larges le nombre des Etats retournant à l'étalon-or.

La production mondiale de l'or, après un long recul, n'a pas encore regagné le niveau moyen des années antérieures à 1914, alors que le retour à l'étalon-or de la plupart des pays réclame des encaisses accrues.

En 1914, la production mondiale dépassait 3 milliards de francs-or. Elle était tombée en 1921 à 1.663 millions de francs-or et est remontée à 2.527 millions de francs-or en 1927. Dans ce total, l'empire britannique entre pour 2.050 millions de francs-or et les Etats-Unis pour 250 millions de francs-or. Si on se reporte à quelques années en arrière, on voit que les Etats-Unis atteignaient le milliard et ont par conséquent perdu, en un peu plus d'une dizaine d'années, les trois quarts de leur production. C'est là un fait très significatif et d'autant plus qu'il n'est pas isolé.

Dans l'empire britannique, en effet, lequel occupe dans l'extraction aurifère une place de plus en plus prépondérante, il y a aussi des régions qui fléchissent. L'Australie subit une décroissance qui s'accroît de jour en jour. Vers 1900 à 1910 elle arrivait à près de 400 millions, elle est tombée à 150 en 1918, à 50 en 1927. L'Inde a également baissé de 60 à 40 millions.

Mais par une exception très rare, dans l'histoire des mines d'or, le Transvaal qui a maintenant près de 50 ans d'existence, garde sa supériorité incontestée en se maintenant au-dessus du milliard. De même le Canada, qui comptait à peine il y a quelques années, se classe maintenant au troisième rang des pays producteurs d'or. De

80 millions en 1914 il est passé à 300 millions en 1927, dépassant les Etats-Unis.

Quant au Transvaal, qui produit à lui seul la moitié de l'extraction mondiale, un fléchissement prochain est à prévoir dans la période 1930-1940. Il est probable que 19 mines produisant à elles seules 6.500.000 tonnes de minerai, seront en voie de disparition dans 2 ans et 11 mines produisant 7 millions de tonnes avant 5 ans.

La capacité d'extraction du Rand pourrait donc être réduite d'un quart dans cinq ans et d'environ moitié dans dix ans.

Il faut cependant remarquer à cet égard, que, tout particulièrement au Transvaal, le minerai ne se distingue du stérile voisin que par des centièmes dans la teneur et c'est uniquement le prix de revient qui fixe à quel endroit on doit s'arrêter. Si le prix de revient s'élève, on doit abandonner des millions de tonnes de minerai parce que leur extraction ne payerait plus les frais; si au contraire ce prix s'abaisse, des millions de tonnes sont de nouveau traitées.

Mais avant que les grandes mines actuelles y soient épuisées, on rentrera sans doute dans une période où la valeur de l'or augmentant, on pourra, par suite, mettre en exploitation les énormes ressources latentes en minerais qui n'ont pu jus-

qu'ici être mises en valeur faute de capitaux suffisants mais dont on connaît l'existence dans des quartiers inattaqués.

§ 2. — Causes du ralentissement de la production de l'or.

C'est qu'en effet l'origine du ralentissement de la production de l'or est en partie d'ordre monétaire, c'est la dépréciation de l'or résultant de sa concentration aux Etats-Unis qui en est une des causes.

L'or étant une marchandise taxée dans les pays à étalon d'or, seul son coût de revient varie ; la hausse des prix-or, conséquence de la mauvaise répartition du métal, devait, par les oscillations du niveau général des prix, en rétrécissant la marge bénéficiaire, se traduire, comme nous l'avons vu, dans les mines marginales par l'arrêt de l'exploitation et dans les autres par sa limitation selon la loi du rendement décroissant.

En s'opposant à une nouvelle dépréciation de l'or, la politique stabilisatrice du Federal Reserve Board des Etats-Unis, a rempli, en cette matière, encore un rôle bienfaisant. D'autre part la découverte des nouveaux placers du Canada et le perfectionnement des procédés d'extraction en

Afrique du Sud ont contribué également au relèvement de la production.

De même c'est à une cause monétaire qu'est due l'augmentation concomitante de la consommation industrielle de l'or, plus grave aujourd'hui en réduisant des quantités d'or déjà peu considérables ; la hausse des prix et des revenus surexcitant la consommation de l'or qui n'est d'ailleurs pas parmi les produits ayant le plus renchéri.

§ 3. — Remèdes à l'insuffisance de la production.

L'état actuel de la production et de la consommation de l'or est donc peu satisfaisant, mais ces deux facteurs n'ont plus actuellement qu'une importance assez secondaire et il importe de confronter la tendance à la baisse générale des prix-or qu'ils permettent de discerner, avec celle que révèlent d'autres phénomènes plus décisifs.

En effet, sous l'étalon-or international et dans un état stable de l'exportation minière, ces deux forces étaient généralement génératrices d'un équilibre autour d'un certain niveau des prix : si la hausse des prix-or au delà de ce niveau, par une double pesée, paralysait à la longue la production

de l'or et stimulait sa consommation extra-monnaire, celles-ci tendaient à leur tour à restreindre d'une manière sensible la quantité disponible d'or monétaire et à enrayer la hausse envisagée.

Mais depuis lors, l'influence de la production du métal précieux cesse d'être prépondérante quant à la détermination des prix-or, quant à la manifestation de la rareté ou de la surabondance de l'or.

C'est à la demande d'or actuellement si variable bien plus qu'à l'offre qu'il faudra songer, et la production nouvelle ne sera plus elle-même qu'un élément de cette offre puisque à côté d'elle figure l'or en excédent aux Etats-Unis.

Si l'on veut se rendre compte de l'excès ou de la rareté du stock d'or mondial eu égard aux besoins monétaires actuels, il faut calculer le pourcentage effectif de la couverture or par rapport à la circulation fiduciaire dans les divers Etats, puis les comparer au rapport type.

On pourra alors constater l'affaissement de ce rapport sur celui de 1914.

Mais cette proportion d'avant guerre n'était-elle pas exagérée, puisque l'Europe continentale avait fortifié ses réserves-or dans un but militaire extra-monnaire ?

En tout temps, comme l'a dit M. Lescure (1), « une forte réserve d'or concentrée dans la caisse d'une banque centrale paraît être l'assiette indispensable du crédit d'un pays ».

Et dans les circonstances présentes, le rapport entre la couverture-or et la circulation fiduciaire normale nous semble devoir être particulièrement élevé et cela pour plusieurs raisons : répartition déplorable de l'or entre les Etats qui nuit à sa bonne utilisation, déséquilibre organique des balances commerciales et des balances de comptes, nécessité d'une encaisse pour décourager la spéculation au début de la stabilisation. De plus au cours des prochaines années, un pays à étalon-or devra s'attendre à des fluctuations de ses réserves d'or beaucoup plus accusées qu'elles ne l'étaient avant guerre, d'où obligation de relever par palier le taux de la *ratio*. C'est là l'opinion de plusieurs Banques centrales et c'est dans ce sens que sont rédigés les statuts des nouvelles banques d'émission d'Autriche et de Hongrie.

On peut encore ajouter, en faveur d'une forte encaisse métallique, le fait que les exigences des prochaines circulations internes de métal sous le régime de l'étalon-or contribueront à réduire d'au-

1. *Le marché de l'or et ses particularités récentes* (Rev. pol. et parlem., 10 juin 1924).

tant les réserves métalliques des Banques centrales.

La cause de la rareté de l'or est donc bien, en définitive, cette dépréciation de l'or qui provient à son tour de sa concentration à la suite de la déclaration du cours forcé dans la plupart des Etats.

L'encaisse des belligérants vidée aux Etats-Unis ne pouvant être récupérée antérieurement par suite de la dépréciation de la monnaie, amena par le jeu de la politique de l'automatisme et de la théorie quantitative, une inflation du pouvoir d'achat et une inflation de la valeur de l'or aux Etats-Unis.

Dans la suite, grâce aux crédits extérieurs des Etats-Unis, l'Europe ayant stabilisé son change, la circulation se fixe à un nouveau chiffre, celui de 1914, majoré du coefficient de la dépréciation de l'or qui est de 50 % environ.

Pour rétablir l'étalon-or, les Etats européens substituent une encaisse métallique à leur encaisse devises mais, pour cela, ils ont besoin, vue l'élévation de la quantité de pouvoir d'achat du public, d'un stock d'or total supérieur à celui d'avant guerre, même pour conserver leur ancienne *ratio*.

La redistribution de l'or par les federal reserve banks des Etats-Unis est impuissante à combler

l'écart existant entre la progression des besoins monétaires, marquée par la valeur or actuelle de la circulation mondiale, et celle des réserves d'or totales. Aussi les Etats européens s'efforcent-ils également d'attirer l'or déjà assimilé par d'autres systèmes monétaires : ils renforcent leur stock d'or en procurant au métal jaune sur leur territoire une utilité plus grande qu'ailleurs par le relèvement du taux de leur escompte. Déjà le danger de cette rareté de l'or s'est fait sentir : la baisse des prix a commencé dans les pays à étalon-or.

Pour l'assiette des systèmes monétaires, cette baisse des prix-or favorisant la production de l'or et arrêtant sa consommation industrielle serait donc souhaitable, mais au point de vue économique elle serait génératrice de crise, de dépression et de chômage.

Cette crise serait encore plus aiguë dans les Etats ayant stabilisé depuis peu, et elle aggraverait leur charge de dette publique et déséquilibrerait leur budget.

4. — Retour à la liberté de l'or.

De ce que nous venons de voir et des remèdes appliqués, certains ont prétendu que la pénurie

d'or est due à l'inconséquence des Banques centrales.

Celles-ci ont appliqué le retour à l'or et à une circulation gagée entièrement sur ce métal, mais elles ne lui ont pas permis de déterminer le montant total de la circulation, au contraire, s'inspirant de l'exemple du Federal Reserve Board des Etats-Unis, elles ont voulu fixer ce montant d'après les nécessités du crédit.

Et la pénurie de l'or provient de ce que ces Banques ont retiré à la circulation sa base naturelle pour lui substituer comme base le crédit. Or le crédit n'est que la cession temporaire d'un pouvoir d'achat et jamais ce pouvoir d'achat lui-même.

Les rapports qui doivent exister entre le total des moyens de paiement et les mouvements de l'or devinrent donc anormaux et il fut impossible à la quantité d'or existante de suffire de couverture à une trop abondante circulation et de s'adapter à un niveau trop élevé des prix. Il serait donc nécessaire de rendre à l'or sa liberté de circulation et de permettre ainsi aux lois économiques d'exercer leur influence ; alors, mais alors seulement, les mouvements de l'or entre les divers pays créeront des relations harmonieuses entre les diverses banques d'émission.

Quant aux Etats d'Europe qui ne posséderaient par une réserve de devises suffisantes pour la transformer en or effectif, ils devront, pour s'assurer cet or nécessaire à la stabilité de leur monnaie, conclure aux Etats-Unis un grand emprunt or.

C'est ainsi qu'ont procédé à la fois les pays de l'Europe centrale, comme l'Autriche et la Hongrie et les pays de l'Amérique latine, comme le Brésil et l'Argentine.

Cependant, il ne faudrait pas croire que les Etats ont intérêt à transformer en or toutes leurs réserves de devises, un des meilleurs moyens de défense de leur encaisse-or est justement ces réserves qui jouent un rôle important de régulateur de cours des changes. C'est ce que nous allons étudier au cours du prochain chapitre avant de donner une conclusion pratique à la controverse au sujet de l'or et des devises.

CHAPITRE VI

LE PORTEFEUILLE-DEVICES, RÉGULATEUR DU COURS DES CHANGES

Nous avons vu que pour assurer à leur monnaie une base solide, beaucoup de pays possédant des réserves de devises en ont transformé une partie en or effectif. Mais indépendamment de l'extrême difficulté qu'ils auraient eue à transformer en or le restant de leurs réserves-devises, ces Etats ont gardé une bonne partie de leurs devises comme régulateur du cours des changes et comme moyen de défense de l'encaisse-or qu'ils venaient de rétablir.

C'est là, semble-t-il le véritable rôle de la devise et c'est à ce titre qu'elle doit jouer un rôle important dans l'économie monétaire d'un pays.

Si les Etats ont eu tort de confondre pendant un certain temps leur encaisse-devises avec leur encaisse or, il y a cependant un intérêt réel à ne pas abandonner cette encaisse-devises et à la superposer à l'encaisse-or pour éviter les sorties d'or et les trop fortes élévations du taux de l'es-

compte qu'elles impliquent. Ainsi les devises à vue comme les devises à terme, assimilées au portefeuille commercial, servent à remplacer les sorties d'or, le cas échéant, et si elles ne sont pas employées à cet usage, elles ne restent pas improductives pour la Banque, du moins pour les devises à terme.

En Allemagne, par exemple à la fin de l'année 1926, d'importantes sorties de capitaux et le déficit de la balance commerciale ont dû entraîner une diminution sensible des réserves de la Reichsbank.

Celle-ci a dû sacrifier une partie de ses réserves de devises qui ont diminué en cinq mois de près de cinq milliards, mais elle a pu sensiblement maintenir son encaisse-or, puisqu'au 31 mai 1927, elle s'élevait à 1.815 millions de francs, soit seulement 16 millions de moins qu'au 31 décembre 1926. Depuis, le relèvement du taux de l'escompte à 6 % puis à 7 % a contribué à enrayer les sorties de capitaux. Cette mesure, en freinant les placements allemands à l'étranger et notamment en France s'est trouvée ainsi seconder les efforts faits par la Banque de France à son tour pour diminuer l'afflux excessif des devises étrangères.

Nous avons vu, en effet, qu'en 1927, la Banque de France a dû restreindre la spéculation à la

hausse du franc et l'afflux excessif de devises sur le marché de Paris. Depuis avril 1927, les offres de devises avaient suivi une progression inquiétante, passant en quelques semaines de 1 million à plus de 5 millions de livres par jour. Toutes ces livres ne pouvaient pas être des livres effectives appartenant à des vendeurs désireux d'acheter réellement des francs. En fait, la Banque de France achetant les livres sterling, offertes sur le marché, les laissait en dépôt à Londres, où elles servaient à ouvrir de nouveaux crédits à des spéculateurs qui venaient de nouveau les offrir contre des francs. A cette pratique dangereuse pour la stabilité du franc, la Banque de France ne pouvait apporter qu'un remède : prendre livraison des livres achetées par elle et les échanger à son tour contre de l'or. Nous avons vu comment ces achats faits par la Banque de France avec les livres déposées à son compte à Londres, ont provoqué sur le marché de l'argent anglais des perturbations sensibles.

Quoi qu'il en soit, d'après la convention du 16 septembre 1926, les opérations d'achat ou aliénation de devises étrangères exécutées par la Banque de France ne furent effectuées par elle qu'après entente avec le Trésor. Le montant des billets que la Banque de France fut autorisée à

émettre, conformément à la loi du 7 août 1926, au delà du contingent fixé par la loi du 4 décembre 1925 ne pouvait dépasser la contre-valeur des devises détenues par la Banque de France, calculée au cours moyen des changes pendant le trimestre.

Cette convention fut abolie par la récente loi monétaire du 25 juin 1928. La convention nouvelle qui y est annexée déclare, en effet, qu'à partir du moment où la convertibilité des billets en or se trouve rétablie, il est nécessaire de rendre à la Banque la libre disposition de la couverture-devises correspondant à une fraction importante de billets et d'engagements de la Banque. Mais comme il ne serait pas équitable que, des deux parties en cause, le Trésor et la Banque, celle qui s'était engagée sans restriction ni réserve par la convention du 16 septembre 1926 pour des montants qui pouvaient être considérables, ne fût point appelée, à partir du moment où la situation serait stabilisée, à participer au produit de cet actif, l'attribution à l'Etat d'une partie du produit des intérêts des devises est légitime, surtout si ce produit est employé à des fins intéressant à la fois le Trésor et la Banque d'Emission.

D'autre part l'article 9 de la présente convention autorise l'institut d'émission à ouvrir des

comptes-courants à des institutions étrangères ayant un caractère public et à faire fructifier les fonds ainsi déposés. Il s'agit là d'une mesure destinée à resserrer les relations qui unissent la Banque de France aux Banques d'émission étrangères. L'intérêt de ces placements sera porté au crédit du compte-courant des banques d'émission étrangères. La Banque de France pourra réescompter à la demande de ces instituts les effets et valeurs en question, pour lesquels elle est autorisée à donner sa garantie de bonne fin.

De cette manière, la convention laisse à la Banque de France le moyen d'exercer un certain contrôle sur le marché des capitaux.

La sécurité monétaire attire maintenant en France un mouvement régulier de placements étrangers en valeurs françaises et d'autre part les exodes anormaux de capitaux nationaux qui se sont produits jusqu'au mois d'août 1926 n'ont plus de raison de se reproduire.

Ainsi après avoir accru progressivement ses réserves d'or et partant la couverture même de sa circulation fiduciaire, la Banque conserve un reliquat important de devises étrangères qui serviront à empêcher toute diminution de ses réserves-or, par leur exportation le cas échéant. Il en est de même pour les Banques d'émission

des autres pays, qui, malgré leur retour à l'étalon-or n'abandonnent pas la totalité de leurs réserves-devises et en gardent une partie comme un excellent moyen de défense de leur encaisse-or.

CONCLUSION

La controverse au sujet de l'or et des devises doit-elle être stérile et n'aboutir à aucune conclusion pratique ? C'est ce qu'il ne nous semble pas, car les deux thèses ne sont pas inconciliables.

Les banques d'émission peuvent continuer à écarter toute circulation interne d'or, mais en s'efforçant d'établir une juste proportion entre leurs réserves de métal et leurs réserves de devises, de façon que le montant de leur stock d'or soit suffisamment élevé pour leur assurer l'indépendance et la sécurité indispensables au bon fonctionnement d'un système monétaire.

La Banque de France, lorsqu'elle a acheté de l'or, en 1927, n'a pas agi dans un autre but. Disposant de ressources considérables en livres et en dollars, elle en a converti une partie en or, afin de renforcer le gage métallique du billet. Cette pratique peut être adoptée par toutes les nations européennes : le niveau international des prix en sera certainement affecté, mais dans une mesure très modérée.

Il convient d'observer d'ailleurs, que le danger résultant d'un emploi étendu de devises, peut être fortement atténué aussi par la politique des banques d'émission. Si la banque débitrice conduit ses opérations avec le souci des demandes d'or, auxquelles, elle peut être exposée, du fait de l'existence, à l'étranger, d'avoirs en devises, le péril ne sera jamais bien grave. Les besoins d'or des nations détentrices des devises pourront toujours être satisfaites sans grand dommage.

C'est ainsi que les Banques de réserve fédérale des Etats-Unis, qui sont les plus intéressées en la matière, car les réserves des devises de banques européennes sont fréquemment constituées en dollars, possèdent actuellement une circulation gagée à concurrence de 75 % environ par du métal jaune. Et si les Etats-Unis n'abaissent pas davantage leur réserve d'or jusqu'à la couverture légale de 40 % c'est que cette politique est vraisemblablement motivée, en partie, par le désir de sauvegarder leur équilibre monétaire dans le cas où l'Europe cesserait complètement de conserver des avoirs en dollars et exigerait du métal en échange.

Les inconvénients que comporte l'utilisation étendue de devises dans le gage de la circulation fiduciaire sont donc plus graves en théorie qu'en pratique. Grâce aux conférences périodiques

qui ont lieu entre les principaux instituts d'émission du monde, les autorités bancaires ont le moyen d'étudier la situation réelle des marchés monétaires et de connaître exactement les engagements pris par l'un vis-à-vis des autres. Aussi peuvent-elles orienter leur politique d'escompte dans le sens le plus propre à éviter les crises ou les troubles passagers, que risque de provoquer l'emploi réciproque de devises dans la couverture de la circulation fiduciaire. D'ailleurs s'il est un fait que le retour à l'étalon-or, gage indispensable d'un bon régime monétaire, est maintenant universellement admis et que le régime des devises tend à être abandonné. Il ne faudrait pas croire qu'il ne reste nulle trace de la politique des devises, car les restrictions qui marquent maintenant le nouvel étalon-or prennent leur source dans le temps pas encore très lointain où régnait sans partage la politique des devises.

On a cru, en effet, en rétablissant l'étalon-or, revenir à un système analogue à celui d'avant-guerre, mais l'expérience montre qu'il n'en est rien et que son fonctionnement dans les deux plus forts pays financiers du monde, les Etats-Unis et l'Angleterre, est soumis à des restrictions qui le défigurent entièrement si on le compare à ce qu'il était il y a quatorze ans.

Depuis la nature de la monnaie s'est modifiée ; pendant des siècles, elle a été une marchandise métallique qui servait de commune mesure à tous les autres produits, puis l'instrument fiduciaire a été créé et s'est développé chaque jour davantage sous forme de billets et de comptes de dépôts en banques ; toutefois, sa base métallique, l'or, subsistait avec un rôle de première importance.

Il a fallu la crise issue de la guerre pour changer profondément cet état de choses et transformer l'évolution de la monnaie ; né d'un temps où l'or était concentré dans les caves des Banques d'émission, l'outil monétaire le plus répandu aujourd'hui est le chèque ou le virement de banque ; la stabilisation, l'abolition du cours forcé n'ont pas mis fin aux préoccupations monétaires ; celles-ci subsistent sous une forme encore plus complexe parce qu'elles ne sont plus maintenant une simple question de politique intérieure mais un problème d'entente et de coopération internationales. Rare, réellement ou relativement, l'or ne circule plus et ne joue malgré les apparences qu'un rôle de second plan.

Ainsi la monnaie, ayant cessé d'être accrochée à l'or, devient un signe sans existence matérielle, une sorte de symbole qui exprime la relation des diverses marchandises entre elles, en même temps

que les droits et obligations réciproques des créanciers et des débiteurs.

L'or autrefois était un instrument monétaire suffisamment fixe pour que dans la pratique on ne se souciât guère de ses variations. Aujourd'hui cet or a une valeur instable et ce défaut est d'autant plus sensible que l'activité économique dont il est le support s'étend chaque jour.

Cette instabilité peut entraîner des conséquences politiques et sociales qui la rendent dangereuse et y parer devient un des buts essentiels des gouvernements.

Aux Etats-Unis, le Federal Reserve Board a dû s'occuper du problème de la fixité des prix pour écarter, comme nous l'avons vu, le risque d'une hausse rapide due à l'accroissement incessant du stock d'or ; en Angleterre, au contraire, actuellement les prix en baisse sont partiellement responsables des embarras budgétaires et les dirigeants du marché de Londres font tous leurs efforts pour empêcher ce mouvement de s'accroître.

Ainsi, ces deux pays dont les systèmes monétaires semblent être d'une solidité à toute épreuve, ont, avec des motifs opposés, le souci identique d'obtenir une fixité aussi grande que possible du pouvoir d'achat du métal jaune.

C'est pourquoi l'organisation monétaire mo-

derne fait, elle, une place si marquée à la direction des banques centrales; c'est par leur action qu'on pourra arriver à ne plus subir les variations de la valeur de l'or mais au contraire à créer un étalon-or aussi invariable que possible.

C'est par ce principe que les économistes ont appelé la monnaie dirigée que l'on peut arriver à faire disparaître les brusques mouvements des prix de ces dernières années.

Il est encore dans ses commencements et a été considéré aussi bien comme irréalisable que comme nuisible.

Cependant nous vivons à une époque si proche encore des terribles bouleversements monétaires qu'il ne nous est peut-être pas encore permis de soupçonner les conséquences heureuses de ces récents procédés bancaires.

D'ailleurs, il ne faut pas perdre de vue qu'actuellement le raisonnement basé même sur l'observation la plus minutieuse, a toujours des bases assez incomplètes, parce que la documentation de pareil sujet est encore à peu près inexistante.

La statistique monétaire est certainement connue mais on ignore encore à peu près totalement la dynamique monétaire d'où découlent de nombreux phénomènes que l'on constate et que l'on interprète souvent dans des sens opposés.

Si l'on en croit l'exemple actuel des Etats-Unis dont la prospérité persistante semble dérouter quelque peu les prévisions de certains économistes européens, on peut penser que la situation monétaire de l'Europe pourra également progresser dans le sens qu'ils nous indiquent et chaque pays y participera dans la mesure où il fera siennes ces réalités : étalon-or mais aussi invariable que possible.

Vu : le Président de la thèse,
JEAN LESCURE.

Vu : le Doyen,
BERTHÉLEMY.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES GÉNÉRAUX

- Arnauné.* — La monnaie, le crédit et le change. Paris, 1918.
- Nogaro.* — La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains. Paris, 1924.
- Rist.* — Le retour à l'or. Paris, 1923.
- Cassel.* — La monnaie et le change depuis 1914. Paris, 1923.
- Oualid.* — Leçons sur la monnaie et les phénomènes monétaires. Paris, 1927.
- Keynes.* — La réforme monétaire. Paris, 1924.
- Subercaseaux.* — Le papier monnaie. Paris, 1920.
- Bonnet.* — La politique monétaire anglaise après la guerre. Paris, 1923.
- Les expériences monétaires contemporaines. Paris, 1926.
- Lescure.* — La monnaie et les contrats. Paris, 1926.
- Withers.* — Qu'est-ce que la monnaie ? Paris, 1920.
- Decamps.* — Les changes étrangers. Paris, 1922.
- Fischer (Irving).* — Le pouvoir d'achat de la monnaie. Paris, 1926.

OUVRAGES SPÉCIAUX

- Martin (P.-G.).* — La stabilisation et le retour à la monnaie-or. Paris, 1925.
- Sourisse.* — Les expériences récentes de réglementation du change et leurs résultats. Paris, 1924.

- Randele (C. A.).* — L'assainissement des monnaies européennes et la répartition de l'or dans le monde. Paris, 1928.
- Falcon de Longevialle.* — Des essais de stabilisation monétaire par le retour à la convertibilité or. Paris, 1926.
- Surun.* — Distribution internationale de l'or. Paris, 1927.
- Giannini (A.).* — Les documents de la Conférence de Gênes. Rome, 1922.
- S. D. N.* — Memorandum sur la monnaie et les banques centrales. Genève, 1926.
- Lacout (G.).* — Le retour à l'étalon-or : la politique monétaire de l'Angleterre. Paris, 1927.
- Fourgeau.* — La dépréciation et la revalorisation du mark allemand. Paris, 1927.
- Baudhuin.* — La stabilisation belge. Paris, 1927.
- Jarowsky.* — Gold reforme in Russland. Londres, 1925.
- Mitzakis.* — Le relèvement financier de la Hongrie. Paris, 1925.

PÉRIODIQUES GÉNÉRAUX

- Revue Politique et Parlementaire.*
- L'Economiste Français.*
- La Revue d'Economie Politique.*
- La Réforme Économique.*
- L'Illustration économique et financière.*
- Revue des deux mondes.*
- Revue de Paris* (art. de Decamps).
- Le Temps* (art. financiers de F. Jenny).
- L'Information* (art. financiers de Despaux).
- Actualités* (art. financiers de F. Marsal).
- Die Bank* (art. de Lansbourgh).
- L'Europe Nouvelle* (décrets et arrêtés).

Le Journal des économistes.

La Revue de science et de législation financières.

La Situation économique et financière.

Bulletin de la Société de Banque Suisse Bâle, 1928.

La Revue économique internationale.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION.....	5

CHAPITRE PREMIER

La doctrine des devises.

§ 1 ^{er} . — Sa définition.....	9
§ 2. — Son évolution.....	11
§ 3. — Son avenir d'après ses partisans.....	13

CHAPITRE II

Critiques et remèdes à la politique des devises.

§ 1 ^{er} . — Dangers de la politique des devises.....	19
§ 2. — La doctrine de Lansbrough.....	23
§ 3. — L'étalon-or.....	30
§ 4. — Tableau du rôle régulateur de l'étalon-or.....	35

CHAPITRE III

Le régime monétaire des différents pays.

1 ^{er} . — Introduction.....	37
2. — Tableau du Gold Exchange Standard.....	38
3. — Tableau du Gold Bullion Standard.....	39

§ 4. —	Tableau du Gold Standard.....	40
§ 5. —	Régime monétaire des Etats-Unis.....	41
§ 6. —	Angleterre.....	45
§ 7. —	Allemagne.....	51
§ 8. —	Belgique.....	56
§ 9. —	Italie.....	60
§ 10. —	Espagne.....	64
§ 11. —	Pologne.....	65
§ 12. —	Hongrie.....	70
§ 13. —	Autriche.....	73
§ 14. —	Tchécoslovaquie.....	76
§ 15. —	Russie.....	78
§ 16. —	Esthonie.....	81
§ 17. —	Grèce.....	85
§ 18. —	Hollande.....	89
§ 19. —	France.....	89

CHAPITRE IV

Les réserves d'or mondiales.

§ 1 ^{er} . —	Introduction.....	97
§ 2. —	Historique des réserves d'or depuis 1914.....	99
§ 3. —	Concentration de l'or aux Etats-Unis.....	103
§ 4. —	Politique nécessitée aux Etats-Unis par la concentration de l'or.....	105
§ 5. —	Critique de Keynes.....	108

CHAPITRE V

La production d'or mondiale.

§ 1 ^{er} . —	Statistique récente de la production des mines..	111
§ 2. —	Causes du ralentissement de la production de l'or.	114

§ 3. — Remèdes à l'insuffisance de la production.....	115
§ 4. — Retour à la liberté de l'or.....	119

CHAPITRE VI

Le portefeuille-devises régulateur du cours des changes.

CONCLUSION.....	129
BIBLIOGRAPHIE.....	137

